



# MOMENTO ECONÓMICO

boletín

En este número de Momento Económico se analiza la relevancia del tipo de cambio a 40 años del fin de la paridad fija de 12.50 pesos por dólar. Se discuten los efectos de la devaluación sobre las principales variables y el crecimiento económico. Además, se revisan los cambios en materia de política cambiaria durante estas cuatro décadas. Finalmente, se muestran diferentes escenarios y su impacto sobre el tipo de cambio y el producto interno bruto.



MOMENTO ECONÓMICO, año 7, núm. 49, julio 2016 - octubre 2016, es una publicación cuatrimestral editada por la Universidad Nacional Autónoma de México, Ciudad Universitaria, Coyoacán, C.P. 04510, México, D.F., a través del Instituto de Investigaciones Económicas, Circuito Mario de la Cueva s/n, Ciudad de la Investigación en Humanidades, Ciudad Universitaria, Coyoacán, C.P. 04510, México, D. F., [www.iiiec.unam.mx](http://www.iiiec.unam.mx), [bomotec@unam.mx](mailto:bomotec@unam.mx) Editor responsable: César Armando Salazar López, Reserva de Derechos al Uso Exclusivo del título 04-2011-030212053900-203, ISSN 1605-5675, responsable de la última actualización de este número: Mildred Yólatl Espíndola Torres, Circuito Mario de la Cueva s/n, Ciudad de la Investigación en Humanidades, Ciudad Universitaria, Coyoacán, C.P. 04510, México, D. F., [www.iiiec.unam.mx](http://www.iiiec.unam.mx). Fecha de última modificación: 29 de agosto de 2016.

Las opiniones expresadas por los autores no necesariamente reflejan la postura del editor de la publicación. Se autoriza la reproducción total o parcial de los textos aquí publicados siempre y cuando se cite la fuente completa.

# Contenido

❖ Alicia Girón y Carlos Gachuz Ullrich

Panorama de la economía mexicana a 40 años de  
devaluaciones del peso .....3

❖ César Armando Salazar

La relevancia del tipo de cambio a 40 años de la  
devaluación.....8

❖ Violeta Rodríguez del Villar

El régimen de tipo de cambio flexible.....15

❖ Patricia Rodríguez López

Política monetaria y tipo de cambio en México.....42

❖ Armando Sánchez Vargas

Perspectivas del tipo de cambio y el crecimiento  
económico en México.....54

# Panorama de la economía mexicana a 40 años de devaluaciones del peso

Alicia Girón<sup>1</sup> y Carlos Gachuz Ullrich<sup>2</sup>

El pasado martes 23 de agosto Standard & Poor's, una de las tres agencias calificadoras más importantes del mundo, redujo su perspectiva de la calificación de crédito de México de "Estable" a "Negativa", reflejando el deterioro de las expectativas de crecimiento y estabilidad en el país en los próximos años. La agencia mantuvo su 'BBB+/A2' sobre el crédito en moneda extranjera y su 'A/A1' sobre el crédito en moneda local, sin embargo el panorama negativo sobre México prevé una degradación inminente de estas calificaciones en los meses que se avecinan si el nivel de deuda del gobierno federal o los pagos por el servicio de la deuda se siguen deteriorando.

Por desgracia este tipo de predicciones sobre el futuro de la economía mexicana no son exclusivas de las agencias calificadoras; analistas apuntan hacia un crecimiento sumamente acotado para lo que resta del año, desde que se anunciara que durante el 2do trimestre del 2016 nuestra economía permanecería estancada por primera vez en tres años. Los indicadores para nuestro país no han sido los deseados por parte de la actual gestión de Peña Nieto cuando tan sólo hace tres años se hablaba del Moment of Mexico. El momento se ha desvanecido a partir del deterioro de las finanzas públicas del país, del bajo crecimiento y de la fuerte depreciación del peso en los últimos meses.

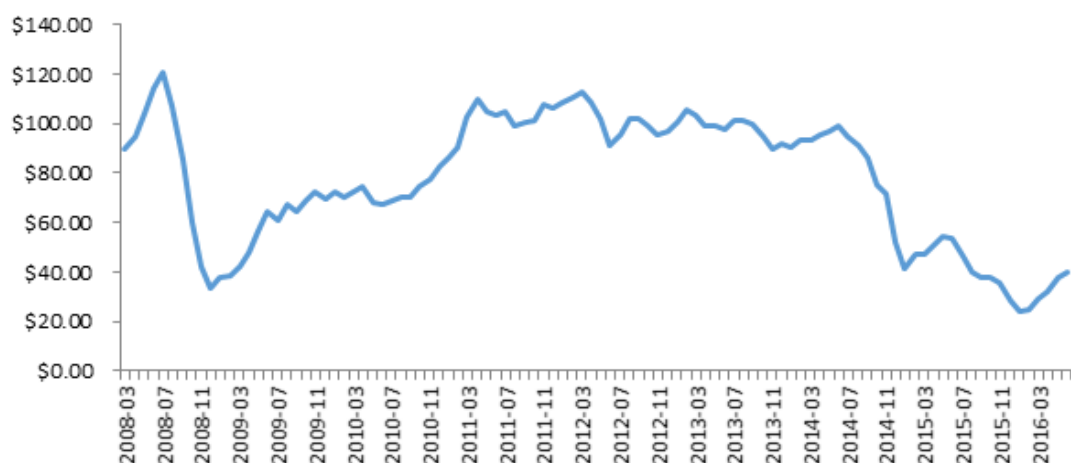
---

<sup>1</sup>Directora de Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía.

<sup>2</sup> Becario CONACYT y alumno de la Facultad de Economía-UNAM

Las noticias tampoco son muy alentadoras en lo que al precio del petróleo se refieren. Históricamente el principal receptor de divisas del país, este hidrocarburo carga gran parte del peso del saneamiento de las finanzas públicas, sin embargo las presiones a la baja sobre su precio han puesto en serios aprietos al gobierno federal. De acuerdo a la Secretaría de Economía en junio del 2014 su precio alcanzó 102.4 dólares por barril y desde entonces ha sufrido una caída en picada hasta llegar a poco menos de 19 dólares en enero del presente año. Se prevé que continúen en lo que resta del 2016 las presiones a la baja del precio del petróleo (véase gráfica 1).

**Gráfica 1**  
**Precio de la mezcla mexicana de petróleo**  
**Promedio mensual**  
**marzo 2008-junio 2016**



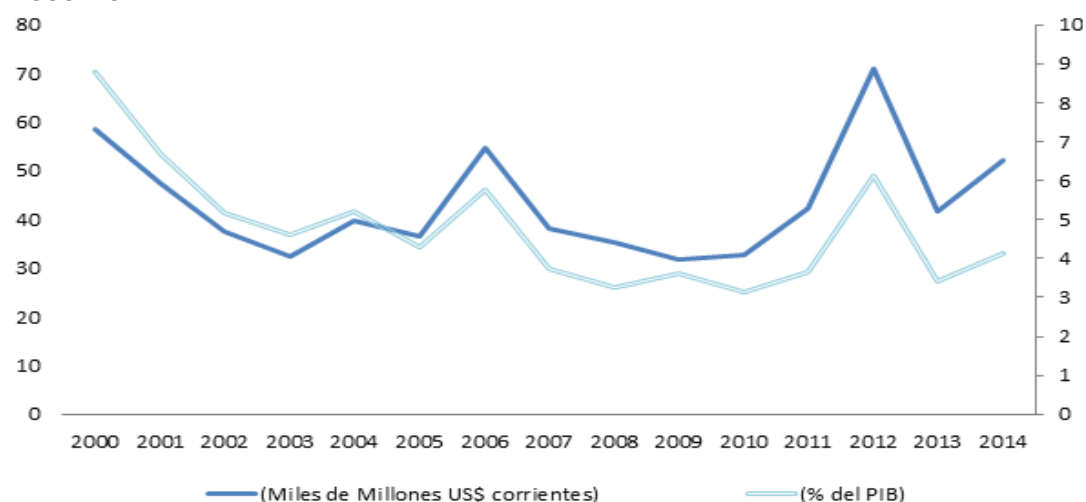
Fuente: Elaboración propia con datos de la Secretaría de Economía.

El desenvolvimiento de los precios del petróleo a la baja impactó de inmediato al indicador del servicio de la deuda externa, donde las divisas que provienen del exterior no son capaces de responder al pago de la deuda externa o tienden en el corto plazo a ser insuficientes, incluso para pagar las exportaciones necesarias como alimentos, gasolinas y mantener nuestra producción.

El servicio de la deuda externa en miles de millones de dólares pasó de 31.79 hasta los 52.24 del 2009 al 2014 (véase gráfica 2). En 2012 llegó a 71 mil millones de dólares. México multiplicó por dos entre 2009-2014 su deuda externa al pasar de 193.34 mil millones de dólares a 432.60 mil millones de dólares; es decir un aumento de 224%. La relación deuda externa-PIB en porcentaje pasó en el mismo periodo de 21.64 a 33.41; deuda externa pública: 13.31-18.41; deuda externa sector privado: 4.97-7.64. La relación deuda externa total-exportaciones pasó para el mismo período de 79.19 hasta 103.15%; para el caso de la deuda externa pública a exportaciones lo hizo desde 48.69 hasta 56.85; y la deuda externa privada desde 18.20 hasta 23.59 de 2009 a 2014. Además se espera que la deuda pública crezca a un ritmo del 4% del PIB anual.

El crecimiento de la deuda pública está relacionado con varios fenómenos de orden político y económico que han ocurrido en varios países. Una crisis de la deuda puede ocurrir si un país con una economía estancada no es capaz de pagar su deuda externa debido a la incapacidad de producir bienes y servicios con ingresos redituables.

**Gráfica 2**  
**México: Total del servicio de la deuda**  
**Porcentaje del PIB y miles de millones de dólares**  
**2000-2014**

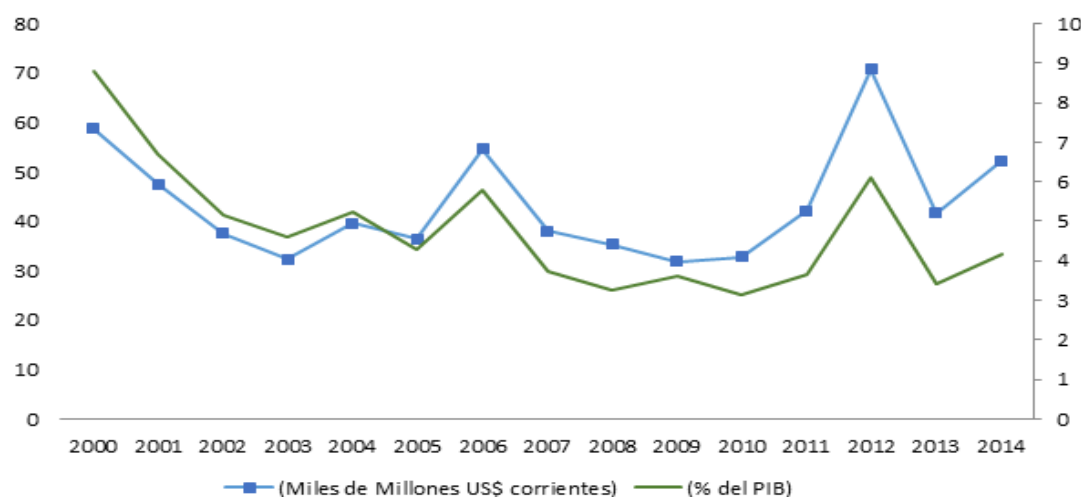


Fuente: Elaboración propia con datos de World Bank, Database, Indicators

Probablemente no nos podría interesar el incremento excesivo de la deuda pública en México porque estuvimos, hasta hace poco tiempo, en un contexto de reducciones de las tasas de interés internas e internacionales, entonces los pagos por el servicio de la deuda no se habían disparado. Pero el problema permanece latente y se pondrá peor ya que el Banco de México anunció el 30 de junio pasado la subida agresiva en 50 puntos base de la tasa de interés de referencia con el fin de reducir los efectos inflacionarios del tipo de cambio y amenguar la depreciación del peso.

### Gráfica 3

**México: Total del servicio de la deuda pública**  
**Porcentaje del PIB y miles de millones de dólares**  
**2000-2014**



Fuente: Elaboración propia con datos de World Bank, Database, Indicators

El proceso de debilitamiento del peso frente al dólar lleva ya más de 20 meses y ha sido una de las divisas más afectadas. En este contexto y contra varios pronósticos, Banco de México elevó su tasa de interés de referencia en 50 puntos base para ubicarla en 4.25%, la mayor alza desde febrero de este año, con el fin de atraer inversión en cartera y frenar la caída sostenida del peso frente a su relativo norteamericano (véase gráfica 4). El aumento fue por encima de lo esperado en el mercado.

**Gráfica 4**  
**México: Serie histórica del tipo de cambio**  
**2008-2016**



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México

Sin embargo, esto nos encajona en un dilema de política económica en un contexto de estancamiento: aumentar las tasas de interés para frenar la depreciación del peso, pero elevando la carga de los compromisos de pago del país con el exterior, cuando hay cada vez menos entradas de divisas por exportaciones petroleras, o bien; permanecer con tasas de interés bajas (como varios países) aminorando la carga de los compromisos con el exterior pero continuando con la caída del peso y con el riesgo que esto genere problemas inflacionarios en un futuro. Sin duda el panorama es complicado para los tomadores de decisiones de nuestra economía.

Los acontecimientos de la economía mundial y sus repercusiones en los mercados financieros globales, junto con los desequilibrios de las finanzas públicas y la debilidad del crecimiento económico son los factores más importantes que han contribuido notablemente a la difícil situación en la que se encuentra el país y de la que no se ve buen augurio para su salida.

# La relevancia del tipo de cambio a 40 años de la gran devaluación

César Armando Salazar López<sup>3</sup>

El 31 de agosto de 1976, el entonces secretario de Hacienda Mario Ramón Beteta, anunció que se abandonaría la paridad fija tipo de cambio que, hasta entonces, era de 12.50 pesos por dólar<sup>4</sup>; lo anterior, en un contexto de salidas de capital y especulación en el mercado cambiario, y con el propósito de que el mercado internacional fijara un nuevo nivel de equilibrio entre la paridad de ambas monedas<sup>5</sup>.

El anuncio no fue uno más indicando una nueva estrategia de política económica, significó la conclusión de una época de crecimiento económico con estabilidad de precios, que comenzó en 1954 y que incluyó el periodo del denominado **Desarrollo Estabilizador** (1958-1970).

A 40 años de aquel episodio, las devaluaciones del tipo de cambio se han asociado a crisis económicas, elevada inflación, y en general, a inestabilidad en los indicadores económicos de nuestro país, por lo cual, la determinación de este precio se vuelve relevante en la política económica, y son amplias las discusiones en torno a cuál es el mejor régimen cambiario (fijo o flexible) y la forma de determinar un tipo de cambio de equilibrio.

Por lo anterior, el propósito de este ensayo es describir algunas de las principales controversias del tipo de cambio respecto al papel que juega sobre el crecimiento económico desde distintas perspectivas teóricas y canales de transmisión. Concluiremos argumentando que la política cambiaria debe aplicarse pragmáticamente, y que la búsqueda de competitividad depende de un conjunto de políticas y no de una sola variable.

---

<sup>3</sup> Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM.

<sup>4</sup> Lo que sería equivalente a 0.0125 pesos actuales.

<sup>5</sup> Véase Córdoba, J. y G. Ortiz (1979), Aspectos deflacionarios de la devaluación del peso mexicano de 1976, Documento No. 9 Banco de México, mayo. <<http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/documentos-de-investigacion/banxico/%7B0093A62D-57D7-3211-C826-9D0999B42925%7D.pdf>>



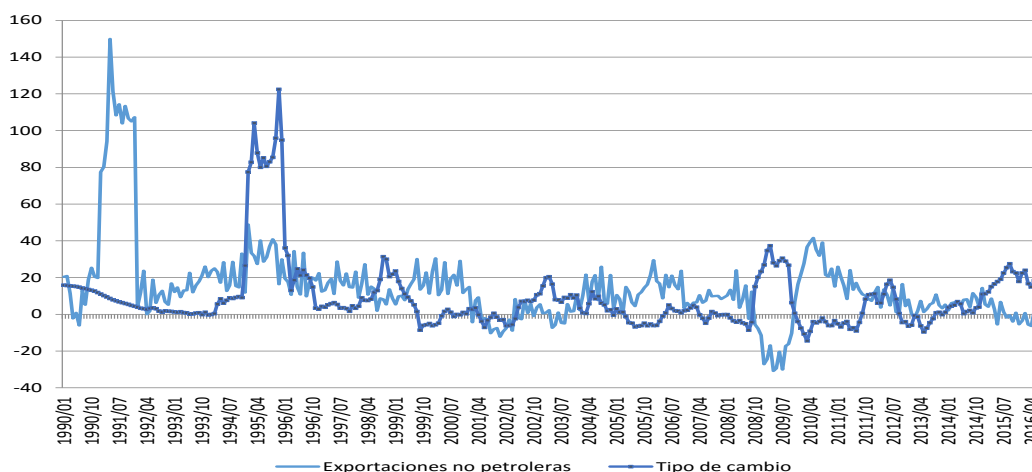
## El tipo de cambio y comercio exterior

Desde la perspectiva del pensamiento económico convencional, los movimientos del tipo de cambio afectan directamente al crecimiento económico por la vía de una mejora de los términos de intercambio; es decir, una devaluación (incremento de la paridad peso-dólar) disminuye el costo relativo de los bienes transables, lo cual los hace más atractivos en los mercados internacionales, de tal forma que crecen las exportaciones y, en consecuencia, el ingreso. Sin embargo, la realidad en la actividad económica en nuestro país muestra otra cosa.

Como se aprecia en la gráfica 1, contrario a las explicaciones convencional, las etapas de expansión de las exportaciones mexicanas coinciden con las fases de apreciación del tipo de cambio, y viceversa, en etapas de devaluación las exportaciones se contraen. Es importante indicar que sólo hay una excepción en la década de los noventa (alrededor de la crisis de 1994-1995), cuando entra en vigor el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), y la devaluación es acompañada de un incremento en el monto de las exportaciones no petroleras; sin embargo, debe considerarse en ese período la importante expansión económica que experimentaba la economía de los Estados Unidos, nuestro principal socio comercial.

### Gráfica 1

#### Tipo de cambio y exportaciones no petroleras Tasa de crecimiento anualizada



Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México e INEGI.

Este comportamiento se explica porque la demanda externa a nuestros principales productos de exportación, no responde a precios relativos, sino al nivel de ingreso, principalmente de los Estados Unidos el más importante mercado de las exportaciones mexicanas. Además, nuestras importaciones son inelásticas respecto al nivel de precios, por lo que una devaluación produce inflación sin tener impactos positivos sobre la balanza comercial.

Que la relación entre tipo de cambio y crecimiento económico no sea la que postula el pensamiento económico convencional, es explicado desde el marco del comercio intraindustrial y las cadenas internacionales de valor. El comercio internacional no debe comprenderse desde la perspectiva de oferentes y demandantes de productos finales, sino como un flujo de ensamblaje donde cada país agrega un proceso específico. Importantes empresas de países desarrollados han deslocalizado sus procesos productivos hacia la periferia para mantener su competitividad en el comercio internacional (Salama, 1999).

En un mundo globalizado los movimientos de capital no sólo son explicados por el mercado de productos (intercambios de mercancías), también por el mercado de factores, aprovechando menores costos unitarios de mano de obra, y débiles legislaciones laborales, fiscales y ambientales de los países más atrasados que permiten incrementar los beneficios de las empresas. En este sentido, la consecuencia de esta estrategia económica es la precarización de las condiciones laborales.

El proceso de deslocalización, empero, no es estable y ante cambios, ya sea tecnológicos en los países desarrollados —que permiten un incremento de las ganancias— o de regulaciones en los países periféricos, tienen lugar relocalizaciones hacia el país central, o una nueva deslocalización hacia países con menor desarrollo relativo. De esta forma se fragmenta el proceso productivo a nivel internacional que se integra vía el comercio internacional.

Bajo este marco los países no pueden generar un tejido industrial sólido (encadenamientos) y se vuelven vulnerables ante los movimientos del capital productivo. Para muchos países en desarrollo, la integración a

cadenas globales ha significado un proceso de desindustrialización, pues la subcontratación internacional hace que la integración vertical al interior de las economías sea menos intensa (Mántey, 2013a; Katz, 2000).

### **Tipo de cambio y crecimiento económico**

En la sección anterior explicamos porque el tipo de cambio no puede fomentar el crecimiento económico por la vía de una devaluación. Sin embargo, es un debate que sigue abierto. Diversos autores han argumentado que la constante apreciación real del tipo de cambio, provoca un límite al crecimiento económico.

Desde la perspectiva de autores como Ibarra (2008) y Ros (2010), la apreciación del tipo de cambio real, al estimular el crecimiento de las importaciones, tiene un impacto negativo sobre la inversión (elemento fundamental del crecimiento económico) porque desplaza la producción e impacta negativamente la rentabilidad en el sector de bienes no comerciables y no estimula la rentabilidad del sector de bienes transables (al hacer relativamente caros nuestros bienes respecto al resto del mundo).

No obstante, desde nuestra perspectiva, no se deja de abordar el problema del tipo de cambio, como uno de competitividad en el mercado de productos, cuando el tipo de cambio tiene implicaciones determinantes en el mercado financiero. Además, que no considera los efectos de la devaluación sobre la inversión.

Otras investigaciones han demostrado que la relación entre tipo de cambio –real y nominal– e inversión es negativa, tanto en el largo plazo como en corto plazo, es decir, que una devaluación impacta negativamente sobre nivel de acumulación de capital. Mántey (2013a) ha demostrado que hay una relación negativa entre el tipo de cambio real y la inversión; Capraro y Perrotini (2013) llegan a la misma conclusión para México y Brasil, es decir, una devaluación del tipo de cambio real tiene un impacto negativo sobre la inversión en el largo plazo. Salazar (2012) en un análisis de datos panel para 50 ramas de actividad industrial de la economía mexicana, encuentra una relación negativa entre tipo de cambio nominal y formación neta de capital.

Las explicaciones ofrecidas sobre este fenómeno son varias. Primero, la relación negativa entre inversión y acumulación de capital es resultado de una decisión de portafolio donde contienden la ganancia productiva de largo plazo, con la ganancia financiera de corto plazo la cual se expresa a través del tipo de cambio en países en desarrollo (Salazar, 2012), bajo el marco de un doble circuito monetario (Castaings, 2004).

Segundo, se ha explicado la relación inversa por el efecto que una devaluación tiene sobre el costo financiero de la deuda contratada en moneda extranjera. Mántey (2013b) ha argumentado que los efectos negativos de una devaluación nominal sobre las hojas de balance de los agentes económicos, puede superar algunas ventajas que éstas pudieran tener respecto, por ejemplo, a un incremento de las exportaciones. La autora explica que una empresa exportadora puede acceder más fácilmente a crédito en moneda extranjera, el cual, además, sería más barato. “Para estas empresas, la devaluación real de su moneda eleva el valor de sus pasivos con relación a sus activos, lo que reduce el patrimonio y su solvencia, haciendo más difícil su refinanciamiento” (Mántey, 2013b, p. 18).

Tercero, la relación negativa entre tipo de cambio y acumulación de capital, también se explica por el impacto sobre el valor de mercado de las empresas, no sólo por la recesión en sí (la cual se presenta generalmente en países en desarrollo después de la devaluación), sino por el inminente incremento de la tasa de interés, lo cual, disminuye el valor presente neto de cualquier activo físico o financiero (Mántey, 2013a y Ocampo y Taylor, 1998).

## **Reflexión final**

A cuarenta años de abandonar la mítica paridad cambiaria de 12.50 pesos por dólar, las devaluaciones son sinónimo de crisis económica e inestabilidad. El tipo de cambio es el referente de rentabilidad financiera en los países en desarrollo, por lo cual, cuando se devalúa, se hace menos atractiva la inversión en el sector productivo; además, depreciaciones del tipo de cambio afectan el costo financiero de las deudas denominadas en moneda extranjera; así como el valor de mercado de las empresas al incidir sobre

un incremento de las tasas de interés locales, como se indica en el análisis del doble circuito monetario. El resultado de la nula política industrial, así como de las políticas monetaria y cambiaria implementadas, es que con el propósito de reducir costos en la cadena de producción internacional, deban precarizarse las condiciones de trabajo en nuestro país.

## Referencias

- Capraro, S. e I. Perrotini (2013), Tipo de cambio real, objetivo de inflación y crecimiento económico, en Mántey, G. y T. López (coordinadoras) “La Nueva Macroeconomía Global. Distribución del Ingreso, Empleo y Crecimiento”, UNAM-FES Acatlán-DGAPA, México.
- Castaingts, Juan (2004), Moneda y dolarización, en Correa, E. y A. Girón (coordinadoras) “Economía Financiera Contemporánea”, tomo II, Miguel Ángel Porrúa, México.
- Ibarra C. (2008), “La paradoja del crecimiento lento de México”, Revista de la Cepal, 95.
- Katz, J. (2000), “Cambios estructurales y productividad en la industria latinoamericana 1970-1996”, Revista de la Cepal, 71, agosto.
- López, J. e I. Perrotini (2006), “On floating Exchange rates, currency depreciation and effective demand”, BNL Quartely Review, vol LIX, no. 238, septiembre, pp.221-242
- Mántey, G. (2013a), Estrategias de inversión fija en economías abiertas con diferencias características estructurales, en Mántey, G. y T. López (coordinadoras) “La Nueva Macroeconomía Global. Distribución del Ingreso, Empleo y Crecimiento”, UNAM-FES Acatlán-DGAPA, México.
- Mántey, G. (2013b), “¿Conviene flexibilizar el tipo de cambio para mejorar la competitividad?, Problemas del Desarrollo, Vol. 44, Número 175, octubre-diciembre.
- Ocampo, J.A. y L. Taylor (1998), “Trade liberalisation in developing economies: modest benefits but problems with productivity growth, macro prices, and income distribution”, Economic Journal, Vol. 108, No. 450.
- Ros, J. (2010), Política fiscal, tipo de cambio y crecimiento en regímenes de alta y baja inflación: la experiencia de México, en Lusting, N. (coordinadora) “Crecimiento Económico y Equidad”, El Colegio de

México, México.

- Salama, P. (1999), “Globalización, desigualdades territoriales y salariales”, Problemas del Desarrollo,
- Salazar, C. (2012), Acumulación de capital y distribución del ingreso. Un paradigma teórico alternativo para países en desarrollo, PROBOOKS-UNAM IIEc, México.

# El régimen de tipo de cambio flexible en México

Violeta Rodríguez del Villar<sup>6</sup>

La flexibilidad cambiaria que adoptó el gobierno de México el 31 de julio de 1976, fue el cambio más importante que tuvo la economía del país en la última mitad del siglo pasado, en buena medida obligado por la adopción de ese mismo régimen cambiario en el resto del mundo, como respuesta al rompimiento del acuerdo de Bretton Woods<sup>7</sup>.

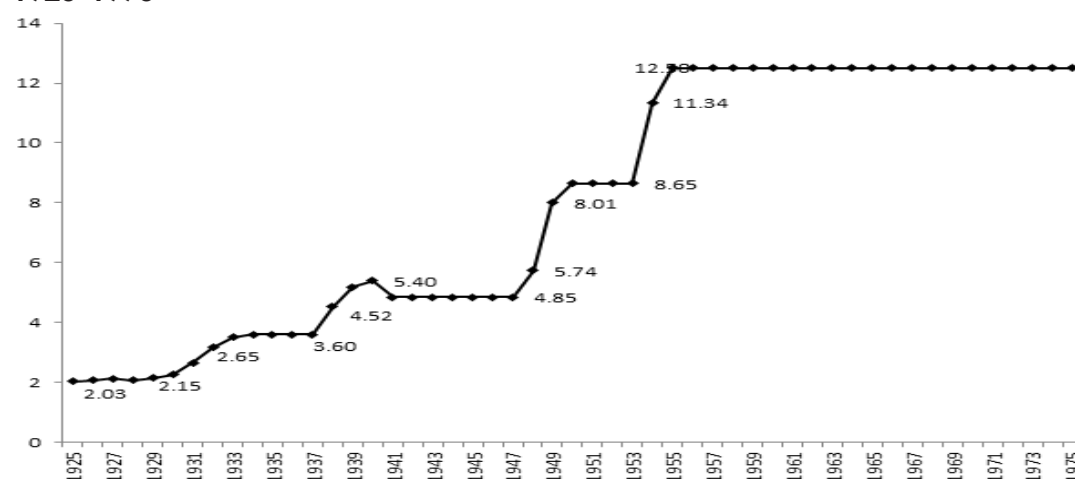
El peso mexicano experimentó ocho devaluaciones durante los cincuenta años que antecedieron a esa fecha, que lo llevaron de 2.00 milésimos a 12.50 céntimos de peso por dólar o, lo que es lo mismo, de 2.00 a 12.50 viejos pesos<sup>8</sup> por dólar (véase gráfica 1). En contraposición la paridad no ha

## Gráfica 1

### Tipo de cambio histórico del peso respecto al dólar

#### Viejos pesos o milésimos de pesos por dólar

1925-1975



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México. Estadísticas en [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx), consultadas en México, agosto de 2016.E

<sup>6</sup> Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM.

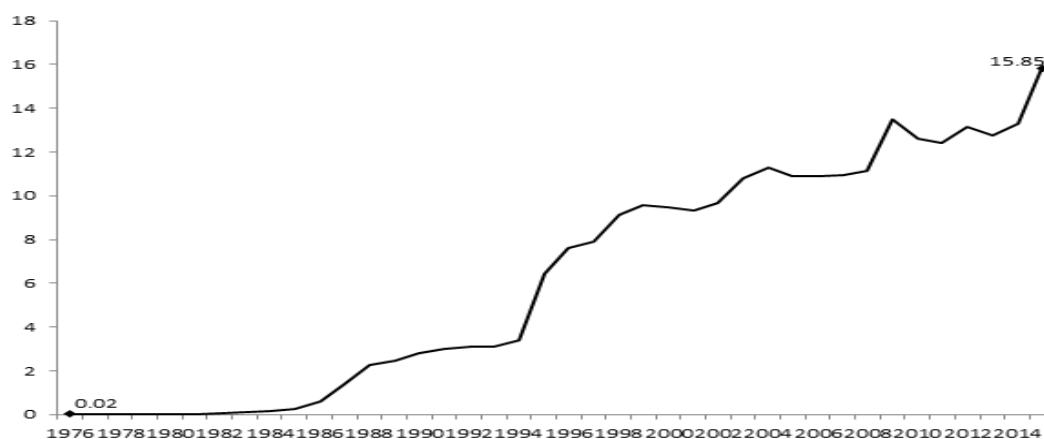
<sup>7</sup> Ugarteche, O. (2010), p. 19, describe las circunstancias en que ocurrió el rompimiento.

<sup>8</sup> El término hace referencia a la valuación de las cantidades monetarias domésticas en términos de la unidad monetaria que estuvo vigente en México antes de 1993, que fue equivalente a 1,000 de las nuevas unidades monetarias actuales, según expone Banco de México (1992), p. 47.

dejado de fluctuar desde que se adoptó la flexibilidad (véase gráfica 2).

Es cierto que tales fluctuaciones son la característica del régimen de tipo de cambio flexible, pero es sobresaliente que le han costado a la moneda doméstica, la pérdida más grande que ha tenido en toda su historia. En 2015, el tipo de cambio histórico promedió 15.85 pesos por dólar, lo que representa un incremento nominalmente valuado en más de 126 mil por ciento respecto al precio de 12.50 centavos por dólar que estuvo vigente durante los 22 años anteriores a la flexibilidad.

**Gráfica 2**  
**Tipo de cambio histórico del peso respecto al dólar,**  
**Pesos por dólar**  
**1976-2015**



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México. Estadísticas en [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx), consultadas en México, agosto de 2016.

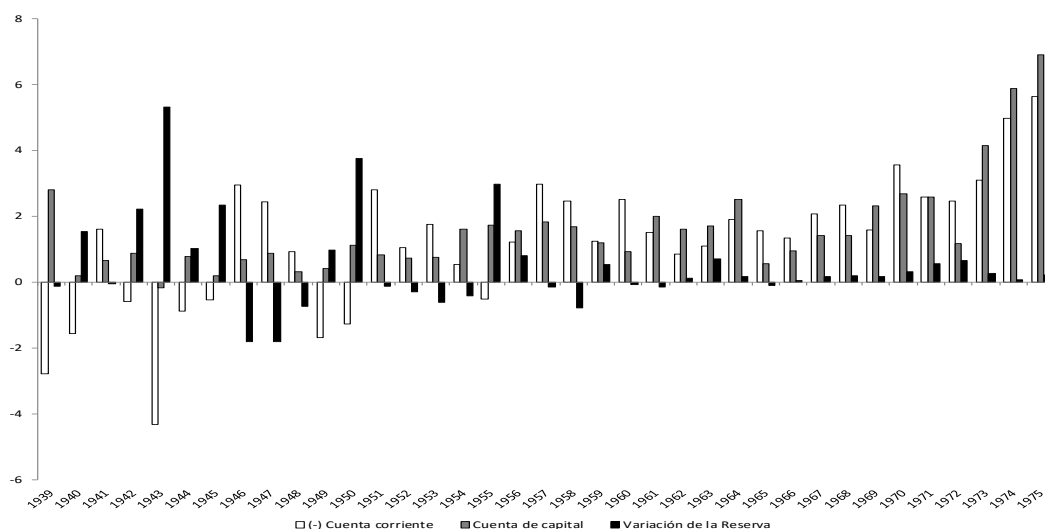
En la tradición de la teoría económica, la paridad cambiaria se considera gobernada por la cuenta externa del país. Cuando la cuenta corriente del balance de pagos es deficitaria, la demanda por activos internacionales generada por las compras de bienes y servicios en el exterior, es mayor a la oferta de los mismos activos generada por las ventas de bienes y servicios domésticos al exterior. La demanda excedente de activos externos que esa diferencia implica, presiona al alza al precio de tales activos y, de materializarse, el aumento devalúa la moneda doméstica, porque en tal caso, ha de entregarse mayor cantidad de esta última por cada unidad de activos externos. Bajo el régimen de tipo de cambio fijo, el gobierno se compromete



a evitar que ocurra la revaluación de los activos externos y devaluación de la moneda doméstica, lo que lo obliga a satisfacer completamente la demanda excedente por tales activos.

En el caso de México, la cuenta corriente fue deficitaria durante todo el periodo en que estuvo vigente el régimen de tipo de cambio fijo (véase gráfica 3), lo que ha sido considerado en la literatura económica, como un reflejo de la dependencia estructural del proceso productivo hacia las importaciones<sup>9</sup>. Como en ese entonces el gobierno le proveía a la industria mexicana materias primas, insumos y otros bienes cuya oferta doméstica era inelástica<sup>10</sup>, era también uno de los mayores importadores del país, lo que le implicó pagar la mayor parte del déficit en cuenta corriente (véase gráfica 4).

**Gráfica 3**  
**Componentes del Saldo del Balance de Pagos\***  
**Porcentaje del PIB**  
**1939-1975**



\* Para la cuenta corriente, los valores positivos representan déficit y los valores negativos representan superávit. Por el contrario, para las otras dos variables los valores positivos representan superávit o aumento y los valores negativos representan déficit o reducciones.

Fuente: Elaboración propia con datos de Nacional Financiera. La economía mexicana en cifras, México, 1981, para el periodo anterior a 1980 y para el periodo posterior, Banco de México. Estadísticas en [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx). consultadas en México, agosto de 2016.

<sup>9</sup> Numerosos autores ofrecen esa explicación para la resistencia a caer que tuvo el coeficiente de importaciones de México desde mediados de los cincuenta, por ejemplo, Boltvinik, J y Laos Hernández, E. (1981) y Guillén, R. (2013).

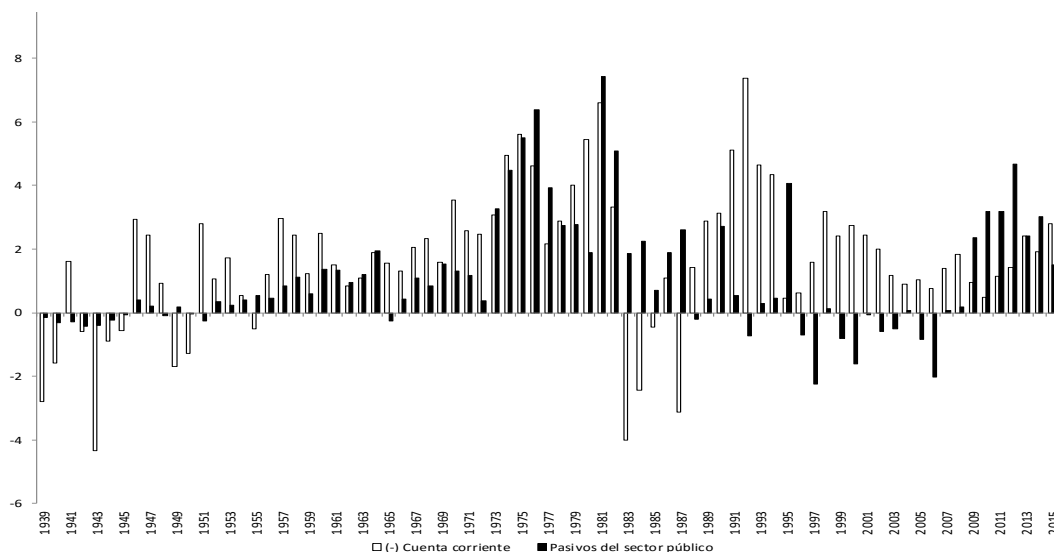
<sup>10</sup> Durante el periodo en el que el tipo de cambio fue fijo y aun inclusive en los ochenta, cuando el gobierno co-

#### Gráfica 4

#### Pasivos del sector público reportados en la Cuenta de Capital y (-) Déficit en Cuenta Corriente del Saldo del Balance de Pagos\*

#### Porcentaje del PIB

1939-2015



Para los pasivos del sector público, los valores positivos representan aumentos de la deuda y los valores negativos reducciones de la deuda.

Fuente: Elaboración propia con datos de Nacional Financiera. La economía mexicana en cifras, México, 1981, para el período anterior a 1980 y para el período posterior, Banco de México. Estadísticas en [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx), consultadas en México, agosto de 2016.

En general, ese déficit era financiado con las divisas que ingresaban al país en la forma de inversiones externas, las cuales eran contabilizadas como activos en la cuenta de capital del balance de pagos. Pero en el caso de la proporción que se encontraba a cargo del gobierno, tales inversiones eran, en realidad, recursos de la reserva internacional del país<sup>11</sup> y créditos que el gobierno recibía de la banca privada externa y del Fondo Monetario Internacional (FMI). Tales préstamos se convirtieron en la principal fuente

menzaba a abandonar su activa participación en la esfera productiva, la oferta inelástica de bienes y servicios era considerada como una de las causas del déficit externo y de la inflación en el discurso oficial; por ello, la provisión de tales bienes y servicios a precios controlados por el gobierno, era considerada también como una estrategia antiinflacionaria más efectiva que cualquier otra medida. Ese argumento oficial es desarrollado, por ejemplo, en Banco de México (1943), pp. 17-18, e inclusive en Banco de México (1976), p. 24, y en Banco de México (1980), p. 37.

11 La reserva internacional es una cuenta de ahorro que contabiliza el valor de los activos en moneda extranjera que son propiedad del país que es su titular. En el caso de México, la Ley del Banco de México vigente (Art. 19), reconoce como divisas a los billetes y monedas metálicas extranjeros, los Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI, y las obligaciones del exterior a favor de México que son de amplia liquidez, están denominadas en moneda extranjera y son pagaderas en primer orden (Art. 20).

de activos externos para México desde que se adhirió al acuerdo Bretton Woods<sup>12</sup>, el cual volvió obligatorio el régimen cambiario que, de cualquier forma, ya había adoptado el país desde 1936<sup>13</sup>, basado en el patrón dólar y en el tipo de cambio fijo<sup>14</sup>.

Como los países con déficit en cuenta corriente requerían dólares adicionales a los que obtenían de sus exportaciones de bienes y servicios al exterior, para contrarrestar la presión devaluatoria que ese déficit le generaba al valor de sus monedas domésticas respecto al dólar, el grupo de bancos del FMI les facilitaba préstamos de estabilización<sup>15</sup>, utilizando los fondos aportados por los mismos países<sup>16</sup>. Pero debido a que tales préstamos eran limitados<sup>17</sup>, los gobiernos debían complementarlos con las reservas de oro y de divisas que el propio acuerdo los obligaba a atesorar.

En el caso de México, la mayoría de los préstamos proporcionados por el grupo de bancos del FMI y por la banca privada en ese entonces, fueron contratados a cambio de tasas y plazos de pago sincronizados con los periodos de recuperación de ganancias que tenía el ciclo industrial mexicano<sup>18</sup>, aún más, los recursos impulsaron la producción y ganancias

12 El decreto que autorizó al Ejecutivo Federal para firmar, en representación del Gobierno de México, el texto del Convenio sobre el Fondo Monetario Internacional, aprobado en Bretton Woods, EUA, fue publicado en Presidencia de la República (1945), p. 4

13 La construcción de ese régimen cambiario inició en 1931, al ser emitida la Ley Monetaria que desmonetizó al oro, porque tal ordenamiento legal transformó en reserva metálica al Fondo Regulador para la Circulación Monetaria creado en 1905, como depositante de las tenencias de oro, plata y divisas de México (Artículos 12 y 14) y porque estableció la obligación para la administración pública, de no distraer sus recursos en fines distintos a la cobertura de los gastos o pérdidas causados por las operaciones de cambio con el exterior (Artículo 15). Al desmonetizar la plata y convertir al peso en dinero completamente fiduciario, la Ley Monetaria de abril de 1935 hizo de la reserva, la única garantía de pago del circulante doméstico. Fue, sin embargo, con la Reforma de 1936 a la Ley Orgánica del Banco de México, que la reserva pudo contar con suficientes activos para evitar que las pérdidas causadas por las operaciones de cambio con el exterior afectaran al precio de las divisas en el mercado cambiario doméstico, porque obligó al gobierno a tener atesorados en la cuenta de ahorro mencionada, por lo menos 100 millones de pesos y 25% del circulante, definiendo que 80% de esos recursos debía estar constituido por oro y divisas (Art. 57).

14 Según describe el Fondo Monetario Internacional (2001), pp. 98-99, el Bretton Woods implicó el patrón dólar, porque reconoció a esa moneda como el único activo con garantía de intercambio ilimitado por oro; al mismo tiempo, implicó el tipo de cambio fijo, porque comprometió a los países que se le adhirieron a mantener el valor de sus monedas domésticas en torno a una banda de fluctuación de 1% respecto al dólar, a cambio de garantizarle a esa divisa el precio fijo de 35 onzas de oro fino.

15 Op.Cit., pp.24-25.

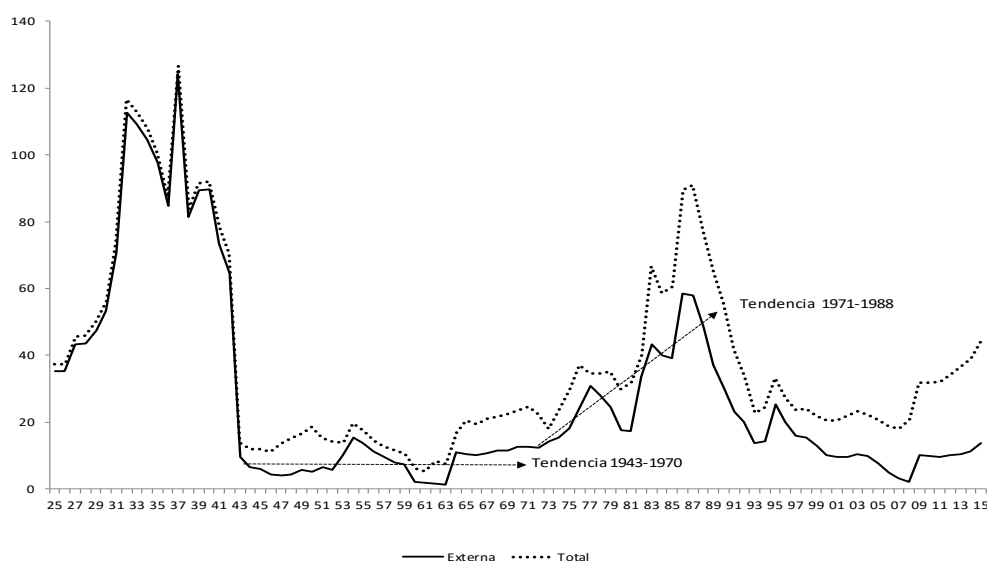
16 Op. Cit.

17 El primer tipo de préstamos que comenzó a otorgar el FMI fueron los denominados préstamos Stand-by o Acuerdo de Derecho de Giro, cuya ficha técnica disponible en la página de internet de ese organismo los describe ampliamente.

18 Para 1970, Green, R (1997), pp. 58-60, contabiliza a la deuda externa mexicana en 3,762.4 millones de dólares, equivalentes a 11% del PIB. De ese total, 46% estaba contratado con fuentes oficiales y 56% con fuentes privadas, con tasas de interés máximas de 10 por ciento anual y periodos de gracia y amortización de entre 3 y hasta 10

de la industria doméstica, porque fueron principalmente utilizados para financiar la instalación de infraestructura productiva<sup>19</sup>, de tal forma que, a pesar de que engrosaban la deuda pública, no provocaron que esta última fuera creciente durante la mayor parte del periodo en que estuvo vigente el régimen de tipo de cambio fijo (véase gráfica 5), pero sí le permitieron al país tener un balance de capitales superavitario (véase gráfica 3).

**Gráfica 5**  
**Saldo de la deuda pública**  
**Porcentaje del PIB**  
**1925-2015**



Fuente: Elaboración propia con datos de Nacional Financiera. La economía mexicana en cifras, México, 1981, para el periodo anterior a 1980 y para el periodo posterior, Banco de México. Estadísticas en [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx), consultadas en México, agosto de 2016.

Algunos años del lapso mencionado, el superávit de la cuenta de capitales coincidió con superávit en la cuenta corriente (1939, 1940, 1942 a 1945, años.

19 Tal era especialmente el caso de los préstamos otorgados por los bancos del FMI especializados en la promoción del desarrollo, como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la Corporación Financiera Internacional (CFI), el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), el EximBank y los préstamos de los proveedores del gobierno. Op. Cit., pp. 59-60, reporta que esos bancos eran los titulares de los créditos que le habían sido autorizados a México por concepto de financiamiento externo entre 1945 y 1964. Fue a partir del año siguiente, que los bancos privados comenzaron a tener participación en esa deuda, mostrando un crecimiento acelerado. Aun así, para 1970 tales instituciones solamente participaban con 35% del total de los créditos externos autorizados al país; el resto, seguía en manos de los bancos oficiales especializados en el desarrollo.

1949 a 1950 y 1955); o bien, fue mayor al déficit en la cuenta corriente (1954, 1956, 1961 a 1964, 1969 y 1973 a 1975) y en otros (1941, 1946 a 1948, 1951 a 1953, 1957 a 1960, 1965 a 1968 y 1970 a 1972), fue inferior (véase gráfica 3). En los primeros dos casos, cuando el superávit en cuenta de capitales coincidió con superávit en cuenta corriente o fue mayor al déficit de la última cuenta, los préstamos externos le generaron una oferta excedente de dólares al mercado cambiario doméstico; por el contrario, cuando el superávit en cuenta de capitales fue inferior al déficit en cuenta corriente, los préstamos externos no alcanzaron para pagar tal déficit, provocando que, de todas formas prevaleciera en el mercado cambiario doméstico demanda excedente de dólares. La oferta excedente de dólares presionaba a la baja al precio del dólar; por el contrario, la demanda excedente de dólares, lo presionaba al alza. Para evitar que esas presiones se tradujeran, respectivamente, en la revaluación o devaluación del peso, era necesaria la intervención de la política económica.

En la mayoría de los años en que el déficit en cuenta corriente fue mayor al superávit, la estrategia cambiaria consistió en venderles a los bancos, dólares de la reserva de esa moneda que poseía el gobierno, al precio pactado para el dólar con el FMI, para que los bancos los entregaran a sus clientes a ese mismo precio, de tal forma que esos años, dicha reserva cayó (véase gráfica 3). De la misma forma, el gobierno convertía en activos de su reserva de dólares, las divisas excedentes generadas por el superávit en cuenta de capitales mayor al déficit en cuenta corriente, al comprarlas a los bancos al tipo de cambio pactado en el acuerdo cambiario con el FMI. Por tal motivo, lo común fue que los años en que la cuenta de capitales tuvo un saldo superavitario mayor al déficit en cuenta corriente, la reserva aumentó (véase gráfica 3).

Las compras y ventas de divisas realizadas a los bancos utilizando los dólares de la reserva, para administrar las presiones revaluatorias o devaluatorias que recibía el peso, conformaban una estrategia de intervenciones cambiarias como las que actualmente implementa el Banco de México para moderar la volatilidad, con la diferencia de que en ese entonces, la garantía de esas compras y ventas era ilimitada, pues el gobierno estaba comprometido a

realizar tantas operaciones de esa naturaleza como lo requiriera el mercado para evitar que se modificara el tipo de cambio del peso respecto al dólar. Ello significa entonces, que la reserva era la cuenta de ajuste que desvanecía las presiones revaluatorias y devaluatorias que enfrentaba el peso. Si bien esta última cuenta recibía los excedentes de dólares que quedaban después de financiar el déficit en cuenta corriente (si es que dicho excedente se presentaba), era también financiada con recursos del Banco de México, la mitad de los cuales eran del gobierno<sup>20</sup>, y con las sumas asignadas en el Presupuesto de Egresos para ese objeto<sup>21</sup>.

Por consiguiente, bajo el régimen de tipo de cambio fijo, igual que ocurre bajo el tipo de cambio flexible, la administración cambiaria siempre estuvo vinculada con las finanzas públicas. En específico, para evitar las presiones cambiarias generadas por el déficit en cuenta corriente que caracterizó a la economía doméstica el periodo en el que fue vigente dicho régimen, el gobierno financió una parte del mismo, con las divisas que obtuvo al contratar créditos externos con el FMI y con la banca internacional; asimismo, al intervenir al mercado cambiario, utilizando o adicionando divisas de reserva adquiridas con presupuesto público. La primera de esas fuentes de activos internacionales, generaba el superávit del balance de capitales pero, al mismo tiempo, incrementaba la deuda externa pública; la segunda, comprometía a las finanzas públicas porque era financiada en parte con recursos del presupuesto.

En resumen, el déficit en cuenta corriente del país, normalmente pagado con superávit del balance de capitales y, en ocasiones, con divisas de

20 Entre 1925 y 1979, el Banco de México fue una Sociedad Anónima financiada a partes iguales por el gobierno y las instituciones de crédito, según lo establecido en la Ley Constitutiva de la institución, de 1925 y las reformas efectuadas a la misma entre 1931 y 1977. Fue con la reforma de 1980 a la misma Ley, que Banco de México se convirtió en Organismo Público, financiado enteramente con presupuesto del gobierno.

21 Además de ordenar, en su Artículo 15, destinar la Reserva Monetaria exclusivamente “a sostener el valor de la moneda nacional y a regular su circulación y cambios sobre el exterior”, el Artículo 14 de la Ley Monetaria de Abril de 1935 definió las siguientes fuentes de recursos para dicha Reserva: “La Reserva Monetaria estará formada por los siguientes recursos: a) Los que la integran al ser expedida esta ley, b) La plata contenida en las antiguas monedas de un peso y de cincuenta, veinte y diez centavos, retiradas de la circulación en ejecución de esta ley, c) La parte de las utilidades del Banco de México que la ley respectiva señala, d) La diferencia que resulte entre el costo y el valor monetario de las monedas fraccionarias que se acuñen; e) El producto de los préstamos que se contraten para el aumento de la Reserva; f) La suma que anualmente asigne el presupuesto de egresos de la federación para ese objeto. Igualmente corresponderán a la Reserva Monetaria todos los incrementos que tenga, sea por el aumento del valor de sus bienes, sea por los provechos que alcance en las operaciones que por su cuenta se practiquen”. Tales artículos fueron vigentes durante todo el periodo en que prevaleció el régimen de tipo de cambio fijo en México.

reserva, estaba invariablemente asociado a un mayor déficit y deuda externa públicos. Aun a pesar de ello y de la resistencia a disminuir que tenía el déficit en cuenta corriente (véanse gráficas 1 y 3), ni este último, ni el déficit del gobierno, ni la deuda externa pública fueron crecientes sino hasta la década de los setenta (véase gráfica 5).

Ese cambio de tendencia inició en 1971 (véase gráfica 5), porque ese año el peso, igual que el resto del mundo, recibió presiones devaluatorias que no se relacionaron únicamente con el déficit en cuenta corriente, sino también con la inestabilidad en que resultó el rompimiento del acuerdo cambiario del FMI por parte de Estados Unidos. En específico, en julio del año mencionado, ese país dejó de indizar el dólar al oro y devaluó su moneda, rompiendo el acuerdo cambiario del Bretton Woods<sup>22</sup>. A partir de entonces, los países fueron libres de modificar el precio en dólares de sus propias monedas, lo que les abrió la posibilidad de equilibrar su oferta y demanda de divisas, cambiando ese precio en lugar de modificar sus tenencias de dólares. En el caso de los países con déficit en cuenta corriente, se esperaba que la flexibilidad cambiaria, redujera su necesidad de dólares porque en lugar de satisfacer la demanda excedente de esa divisa solamente aumentando la cantidad ofertada de la misma, podrían aumentar su precio. Lo anterior, sin embargo, no se cumplió pues si bien todos los países deficitarios efectivamente, devaluaron sus monedas, no redujeron su demanda de dólares.

Lo que pasó fue que la especulación que siguió al abandono del acuerdo del Bretton Woods<sup>23</sup> puso en manos de la oligarquía financiera y convirtió en capital y ganancia de esa oligarquía, la enorme cantidad de activos externos que utilizaron los países superavitarios para beneficiarse del rompimiento, revaluando sus propias monedas. Ante ese hecho, la oligarquía financiera, se convirtió en la única capaz de satisfacer la demanda excedente de tales activos que de todas formas tenían los países deficitarios. Ávida por recuperar más

<sup>22</sup> Ugarteche, O. (2010), p. 23

<sup>23</sup> Con el rompimiento del acuerdo Bretton Woods, los bancos oligárquicos de los países superavitarios utilizaron los activos externos que poseían para revaluar las monedas de sus propios países. El Fondo Monetario Internacional (2016) explica ese periodo como sigue: “The system dissolved between 1968 and 1973. In August 1971, U.S. President Richard Nixon announced the ‘temporary’ suspension of the dollar’s convertibility into gold. While the dollar had struggled throughout most of the 1960s within the parity established at Bretton Woods, this crisis marked the breakdown of the system. An attempt to revive the fixed exchange rates failed, and by March 1973 the major currencies began to float against each other.”

rápido y mayores ganancias al prestarles a los países deficitarios los activos frescos que se había apropiado, los bancos internacionales que poseía dicha oligarquía, incrementaron el costo y redujeron los plazos de recuperación de sus préstamos, al tiempo que impidieron que los países deficitarios siguieran utilizándolos para financiar su infraestructura productiva. A ello se sumó la devaluación que tuvieron las reservas de dólares de todo el mundo, precisamente al devaluarse esa moneda y tales reservas junto con su devaluación, fueron más cuantiosas en el caso de los países deficitarios.

Al romperse el acuerdo cambiario, México vio interrumpido el flujo de capitales que recibía de los bancos privados internacionales, pues los repatriaron a sus países de origen porque los utilizaron, precisamente, para participar en la especulación que siguió al rompimiento. Al mismo tiempo, México redujo sus pasivos con el FMI<sup>24</sup>. Como consecuencia, en 1971 y en 1972, el déficit en cuenta corriente del país no tuvo como contrapartida el superávit en cuenta de capitales, por primera vez desde 1954; por el contrario, dicha cuenta fue deficitaria y, al mismo tiempo, la parte de la reserva que estaba constituida en dólares, se devaluó.

Aunque lo más rentable en ese momento para el país, hubiera sido ajustar el desencuentro de sus cuentas externas permitiendo la revaluación del peso respecto al dólar, que le era posible por las cuantiosas reservas en oro que poseía, el gobierno mexicano tomó la controversial decisión de sostener la paridad dólar-oro que era vigente antes de que Estados Unidos rompiera el acuerdo del FMI<sup>25</sup>. Para conseguir lo anterior, tuvo que devaluar el valor del peso respecto al oro en la misma cuantía en que se devaluó el dólar respecto al oro, las dos ocasiones que ello ocurrió<sup>26</sup>, lo que en la práctica le implicó reducir el oro (y DEG) de su reserva. Pese a la reducción, la cantidad de oro (y DEG) que poseía México en ese entonces era tan grande, que alcanzó

---

24 Banco de México (1971), p. 36.

25 Op.Cit., p. 19.

26 En 1972 fue la primera vez desde 1944 que el dólar se devaluó respecto al oro, al aumentar a 38 dólares el precio de la onza troy de oro. Para mantener fija la paridad del peso respecto al dólar, México devaluó su moneda respecto al oro también, bajando su valor de 71.0937 a 65.4810 centigramos de oro fino por peso, valores que implicaron una reducción de 0.08 a 0.0736842 en el valor del DEG por peso, según refiere Banco de México (1972), p. 40. Una devaluación similar ocurrió en 1973, año en el cual la onza troy de oro aumentó a 42.22 dólares, presionando al alza al tipo de cambio del peso respecto al dólar. Para no modificar la paridad, el valor del peso en DEG se redujo de 0.0736842 a 0.0663159 unidades de DEG por peso, equivalente a un cambio de 0.0654810 a 0.0589330 gramos de oro fino por peso, según refiere Banco de México (1973), p. 44.



para financiar los déficits que presentaron las dos cuentas de su balance de pagos en 1971 y parte del que tuvieron en 1972<sup>27</sup>. El último año y en 1973, además, México recuperó el superávit de su cuenta de capitales, porque los bancos del FMI le restablecieron al país su acceso al crédito<sup>28</sup>.

En 1974 la situación anterior cambió, porque el acuerdo cambiario que consiguieron los países más fuertes del mundo un año antes<sup>29</sup>, validó el abandono del patrón oro, lo que significa que tales países dejaron definitivamente de garantizar el intercambio del metal por sus propias monedas, de tal forma que México dejó de tener garantizado el intercambio de su oro por dólares. Puesto que su deuda estaba principalmente contratada en esta última moneda y el oro era el único activo de reserva que podía obtener sin endeudarse, el abandono del patrón oro dejó al país sin medios propios para pagar su deuda, obligándolo a recurrir a los créditos externos más caros y de menor plazo que le ofreció la oligarquía financiera.

En específico, el año antes mencionado el gobierno ejerció los 500 millones del crédito en eurodólares que, desde 1973 le habían ofrecido los más grandes bancos internacionales<sup>30</sup>, utilizando los recursos que obtuvo por ese medio, para compensar la salida de divisas de corto plazo que enfrentó el mercado doméstico ese año. Pero el plazo tan corto de esos créditos y su costo tan alto, que incluía intereses capitalizables, fue incompatible con los periodos y montos de recuperación de ganancias que tenía el ciclo productivo mexicano. En específico, elevó en más de diez puntos porcentuales la participación en el déficit en cuenta corriente, de los pagos de intereses al exterior, en tan solo dos años, volviéndolos impagables para el país en el corto plazo. La insuficiencia de activos externos que lo anterior generó, no le dejó otra opción al gobierno más que abandonar, el 31 de agosto de 1976, el tipo de cambio fijo de 12.50 pesos por dólar que había prevalecido los 22 años previos<sup>31</sup>.

El país nunca más pudo conseguir una fuente de financiamiento estable, que fuera compatible con los montos y plazos de recuperación que tenían

---

27 Banco de México (1972), p. 19.

28 Banco de México (1972), p. 19.

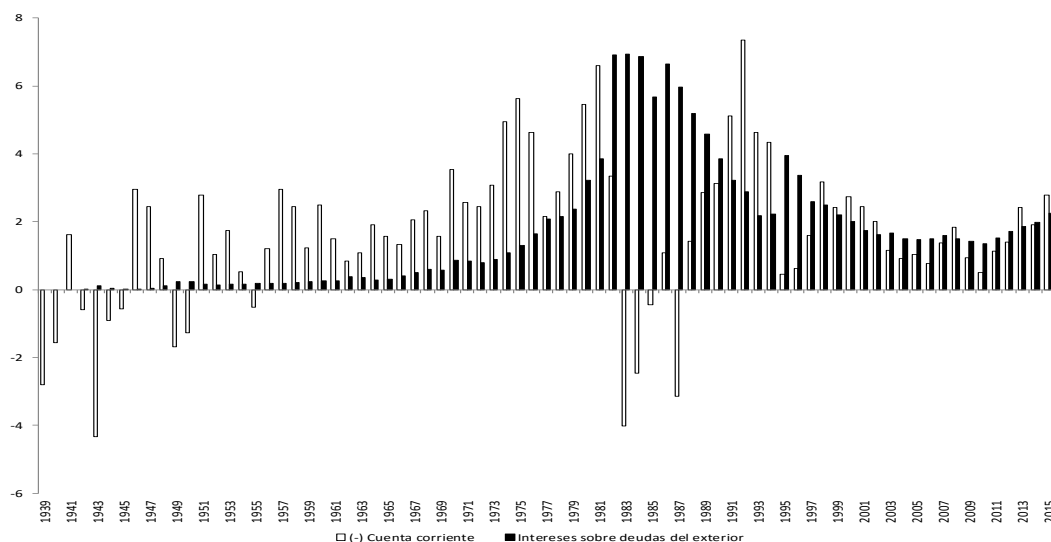
29 Op. Cit., p. 43.

30 Banco de México (1974), p. 32.

31 Banco de México (1976), p. 18.

sus excedentes de producción, lo que elevó a niveles sin precedentes la deuda externa pública de México (véase gráfica 5) y los pagos de intereses al exterior que se encontraban a cargo del gobierno (véase gráfica 6). Todas esas transferencias, terminaron por agotar la capacidad de este último para continuar financiando a las empresas públicas y al proceso de industrialización que tenía en marcha, obligándolo por el contrario, a implementar y financiar el cambio estructural que le demandaban sus acreedores, de privatización, apertura y liberalización, requerido por los mismos acreedores para volver rentable al que, en la actualidad, es su principal negocio en la economía doméstica, que es el del endeudamiento. Todo ello, terminó por implantar en México el modo de acumulación basado en las finanzas que le es favorable a esa oligarquía y que es vigente en el mundo.

**Gráfica 6**  
**Cuenta corriente y egresos por intereses sobre deudas del exterior**  
**registrados en el Saldo del Balance de Pagos\***  
**Porcentaje del PIB**  
**1939-2015**



\* Para la cuenta corriente, los valores positivos representan déficit y los valores negativos representan superávit. Para los egresos por intereses, los valores positivos representan transferencias al exterior.

Fuente: Elaboración propia con datos de Nacional Financiera. La economía mexicana en cifras, México, 1981, para el período anterior a 1980 y para el período posterior, Banco de México. Estadísticas en [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx), consultadas en México, agosto de 2016.

## Las intervenciones esterilizadas

Como el financiamiento del cambio estructural que volvió vigente el capitalismo financierista en el país, fue el principal objetivo de los distintos regímenes cambiarios que adoptó México después de que abandonó el tipo de cambio fijo ( véase cuadro Regímenes cambiarios), el gobierno solamente pudo adoptar la actual estrategia cambiaria, hasta que finalizó la enorme tarea involucrada por dicho cambio estructural. Dicha estrategia, es más compatible con el capitalismo financierista, porque vincula directamente a los dos grupos antagónicos de ese modo de acumulación, al convertir los ingresos de los trabajadores, en la más grande fuente doméstica de capital de trabajo y ganancia para las corporaciones financieras.

Esa versión de la administración cambiaria, es el resultado práctico de las intervenciones para la acumulación-desacumulación de divisas y de las acciones de regulación monetaria mediante la compra-venta de bonos públicos, que el gobierno ha venido aplicando conjuntamente desde que introdujo la política de objetivos de inflación<sup>32</sup>.

Dicha política inició formalmente en 1994, como una medida orientada a conseguir y sostener el objetivo inflacionario explícito del gobierno, siendo utilizada desde 2009, para conseguir también el objetivo operacional para la tasa de interés interbancaria diaria que el propio gobierno considera compatible con su propósito inflacionario, en ambos casos, utilizando como principal instrumento, la compra-venta de títulos de deuda pública<sup>33</sup>.

Por otro lado, el gobierno ha seguido interviniendo al mercado cambiario, de la misma forma en que lo hizo durante el régimen de tipo de cambio fijo,

---

32 Rodríguez, V (2015), pp. 49-74.

33 Inicialmente, el programa de objetivos de inflación fue implementado mediante el anuncio al público, por parte del Banco de México, del límite al crédito interno neto y de la meta de inflación anual; para 1996 dicho anuncio fue combinado con la adopción del esquema de encaje promedio cero, estableciéndose, a partir de 1997, el corto a la oferta monetaria; el cual fue sustituido desde 2005, por la modificación de las condiciones de liquidez anunciada por el Banco de México y, en 2008, por la definición del objetivo operacional de tasa de interés que realiza el instituto monetario central. Adicionalmente, el Banco de México continuó utilizando el mecanismo de subastas para retirar el exceso de circulante, colocando valores públicos, y también para ofrecer circulante, colocando depósitos y otros instrumentos líquidos en el sistema bancario. La explicación extensa de cómo operó la política monetaria mediante el esquema de objetivos de inflación se encuentra en los documentos de política monetaria del Banco de México citados en la Bibliografía de este documento.

## Cuadro 1

### Regímenes cambiarios de México

Flotación controlada: 1 de septiembre de 1976 (\$20.50) - 5 de agosto de 1982 (\$48.79)
<b>Tipo de cambio:</b> Operaciones en billetes y documentos
<b>Usos de la reserva:</b> Compra-venta de dólares a los bancos a tipo de cambio con aumentos controlados para evitar fluctuaciones bruscas del mismo, sin adoptar un objetivo oficial explícito, ni hacerse público el monto, frecuencia y beneficiarios de dichas intervenciones. El propósito de estabilidad cambiaria no se logró pero las intervenciones permitieron equilibrar el promedio de los tipos de cambio en billetes y documentos.
Sistema cambiario múltiple: 6 de agosto de 1982-31 de agosto de 1982
<b>Tipos de cambio:</b> general, que fue aplicable a las operaciones que no entraron en el régimen preferencial (de \$75.33 a \$104.00 pesos por dólar); preferencial, válido para la importación de bienes prioritarios, el pago de los intereses de la deuda externa pública y privada y las obligaciones del sistema bancario con el exterior, sujeto a desliz diario de 4 centavos con igual paridad a la compra y a la venta (de \$48.13 a \$49.81 pesos por dólar) y, por último, Mex-Dólar, usado para la liquidación de obligaciones en moneda extranjera pagaderas en el país (\$69.50 pesos por dólar en todo el período)
<b>Usos de la reserva:</b> Proveer la demanda de dólares para las operaciones que entraron en el régimen preferencial al tipo de cambio que resultó de aplicar el desliz predeterminado; también, proveer los mex-dólares al tipo de cambio fijado. Pese a ello, no se hicieron públicas las características en cuanto a número, monto y beneficiarios de las intervenciones.
Control generalizado de cambios: 1 de septiembre de 1982-19 de diciembre de 1982
<b>Tipos de cambio:</b> preferencial aplicable a la deuda pública y privada en moneda extranjera pagadera en el territorio nacional, a favor de instituciones de crédito, y en el exterior, a favor de instituciones financieras no residentes; asimismo, a las importaciones autorizadas por la Secretaría de Comercio (\$50.00 pesos por dólar hasta el 13/12/1982 y \$70.00 por dólar en adelante) y ordinario, válido para las operaciones que no entraron en el régimen preferencial (\$70.00 pesos por dólar todo el período)
<b>Usos de la reserva:</b> Satisfacer la demanda de dólares para las operaciones que entraron en el régimen preferencial al tipo de cambio determinado por decreto y acumular reservas internacionales con el fin de poder garantizar el pago de todo tipo de operaciones en moneda extranjera para unificar los tipos de cambio vigentes, como paso previo a su flexibilización. Para ello, el gobierno prohibió la venta de divisas y metales en cualesquiera de sus formas. Aunque antes de que finalizara el régimen, el gobierno había decretado la unificación de los tipos de cambio, ésta se volvió insostenible con la caída que experimentaron los precios internacionales del petróleo a finales de 1982, la cual generó una fuga masiva de capitales que se profundizó y aceleró porque, al mismo tiempo, el gobierno flexibilizó las tasas de interés bancarias, redujo los importes mínimos para los depósitos en moneda extranjera y permitió que estos últimos se realizaran libremente al tipo de cambio ordinario. Todo ello, agotó las reservas internacionales y el país no pudo contar con recursos suficientes para garantizar la venta ilimitada de dólares al sistema bancario al tipo ordinario.
Control de cambios: 20 de diciembre de 1982 - 4 de agosto de 1985
<b>Tipos de cambio:</b> controlado, el cual fue definido por decreto y aplicable a la exportación de mercancías, los pagos efectuados por las maquiladoras, la deuda pública, las importaciones de mercancías autorizadas por la Secretaría de Comercio, los gastos del Servicio Exterior Mexicano y las aportaciones de México a los Organismos Financieros Internacionales (De \$95.05 a \$281.34 pesos por dólar); especial, válido para la deuda en moneda extranjera contratada antes de la entrada en vigor del régimen y definido arbitrariamente por el Banco de México (De \$70.00 a \$281.51 pesos por dólar) y, finalmente, libre, usado para las operaciones que no entraron en los regímenes controlado y especial (De \$149.25 a \$344.50 pesos por dólar)
<b>Usos de la reserva:</b> Proveer la demanda de dólares a cada tipo de cambio: el controlado se sujetó a desliz diario de 13 centavos hasta el 5 de diciembre de 1984; de 17 centavos hasta el 5 de marzo de 1985 y de 21 centavos en adelante. El último desliz estuvo vigente hasta que finalizó el régimen, inclusive después de la devaluación de 20% decretada el 25 de julio de 1985; el especial, se fijó en \$70.00 a partir del 20 de diciembre de 1982; no obstante, el 16 de marzo de 1983 el país tuvo reservas suficientes para equilibrarlo con el controlado, que era de \$106.23 pesos, para evitar la pérdida cambiaria que significaba para los intermediarios financieros recibir los pagos por las deudas en moneda extranjera a su favor, a un tipo de cambio menor que el controlado. Con esa medida, el gobierno tuvo que proveer dólares al tipo de cambio controlado para las operaciones comprendidas en el régimen especial. Finalmente, el tipo de cambio libre, se estableció para desalentar el mercado informal de divisas, cotizándose en \$148.50 a la compra y en \$150.00 a la venta al 20 de diciembre de 1982, niveles que se mantuvieron hasta el 22 de diciembre de 1983. Esa fecha se volvió válido para el tipo de cambio libre el desliz de 13 centavos que era vigente para el tipo de cambio controlado, aplicándose en adelante los mismos deslices y devaluaciones a los dos tipos de cambio, con la finalidad de mantener su diferencial, pues el gobierno no contaba con suficientes reservas internacionales para ofrecer más dólares al tipo de cambio controlado, pero sí le alcanzaba para ofrecerlas al tipo de cambio libre, que era más alto. A partir del 11 de julio de 1985, los recursos de la reserva fueron insuficientes para sostener el tipo de cambio libre, por lo que el Banco de México se retiró del mercado en que era vigente, permitiéndole fluctuar libremente.

## Cuadro 1

### Regímenes cambiarios de México

Flotación regulada: 5 de agosto de 1985 - 10 de noviembre de 1991
<p><b>Tipos de cambio:</b> controlado de equilibrio, aplicable a las obligaciones en moneda extranjera (De \$282.30 a \$3,073.00 pesos por dólar) y libre, válido para las operaciones que no entraron en el régimen controlado de equilibrio (De \$344.50 a \$3,068.90 pesos por dólar)</p> <p><b>Usos de la reserva:</b> Pago de las obligaciones en moneda extranjera del gobierno al tipo de cambio controlado de equilibrio, cuya determinación comenzó a realizarse en sesiones convocadas por el Banco de México con las instituciones de crédito, en las que éstas últimas le ofertaban sus posturas de compras o ventas de dólares a un tipo de cambio anunciado previamente. Con base en esas ofertas, el Banco de México ajustaba el tipo de cambio anunciado, hasta que se equilibraran oferta y demanda de divisas. El tipo de cambio que resultaba de esas sesiones era el controlado de equilibrio y se publicaba oficialmente al siguiente día hábil para aplicarse a las obligaciones en moneda extranjera del gobierno y particulares, dos días hábiles después de su fecha de determinación. Las ofertas de compra y venta de las instituciones bancarias eran firmes y el gobierno tenía amplio poder para ejercerlas, aunque no necesariamente lo hacía. Por otro lado, desde 1990 el gobierno aplicó una política de esterilización de las divisas que ingresaron al país, con fines de conformación de reservas internacionales</p>
Bandas cambiarias con desliz controlado no uniforme: 11 de noviembre de 1991 - 21 de diciembre de 1994
<p><b>Tipo de cambio:</b> Fix o para solventar obligaciones en el extranjero (De \$3,074.03 pesos a \$3.9970 nuevos pesos)</p> <p><b>Usos de la reserva:</b> El régimen pudo entrar en vigor porque el gobierno tuvo reservas suficientes para unificar los tipos de cambio controlado de equilibrio y libre, flexibilizando su determinación dentro de bandas de flotación. El gobierno sujetó a concertación social el objetivo para el tipo de cambio fix, convirtiéndolo en el ancla nominal de la economía, lo que le significó intervenir el mercado de divisas doméstico. Para limitar dichas intervenciones, el Banco de México fijó un piso de \$3,051.20 pesos por dólar para el tipo de cambio, dejando que el valor máximo de dicha paridad aumentara 20 centavos diarios a partir de un valor inicial de \$3,086.40 pesos por dólar. El gobierno ofrecía dólares de la reserva internacional a las instituciones bancarias, a un tipo de cambio que se encontrara dentro de la banda de flotación que los anteriores límites formaban, cuando ese indicador se acercaba a su techo. A partir del 21 de octubre de 1992, se incrementó el desliz del techo a 40 centavos diarios. Conjuntamente, el gobierno mantuvo su política de esterilización de las divisas que ingresaron al país, con fines de conformación de reservas internacionales</p>
Libre flotación: 22 de diciembre de 1994 - a la fecha
<p><b>Tipo de cambio:</b> Fix (De \$4.8875 a \$15.8482 pesos por dólar a 2015)</p> <p><b>Usos de la reserva:</b> Con la crisis de finales de 1994 se agotaron las reservas internacionales del país y el gobierno no tuvo recursos para garantizar que el tipo de cambio permaneciera dentro de sus bandas de flotación, por lo que abandonó ese régimen y dejó de utilizar al tipo de cambio como ancla nominal de la economía, lo cual significó que ya no hizo públicos ni sometió a concertación ningún objetivo cambiario. Pese a ello, la legislación correspondiente le ordenó al Banco de México realizar operaciones directas en el mercado de divisas doméstico cuando detectara condiciones extraordinarias que pusieran en riesgo la estabilidad financiera del país. Para ello, hasta noviembre de 2009, el instituto central siguió calculando el tipo de cambio fix mediante cotizaciones en firme de instituciones bancarias, las cuales tuvieron el carácter de obligatorias e irrevocables y podían surtir los efectos más amplios que en derecho correspondiera. En la fecha antes citada, ese mecanismo se volvió supletorio a la determinación del tipo de cambio fix con precios de las plataformas de transacción cambiaria y otros medios electrónicos. Esas cotizaciones se utilizan para determinar las fechas y montos de las intervenciones que sigue realizando el gobierno en el mercado cambiario aún a pesar del régimen de flexibilidad cambiaria vigente. Además del seguimiento que realiza del tipo de cambio fix, el gobierno puede anticipar las fluctuaciones de la demanda de divisas, porque esta última se asocia a los vencimientos de los bonos públicos. En el caso de los bonos en moneda extranjera, cuando éstos vencen el gobierno los paga, aumentando la oferta de dólares en el mercado doméstico si los inversionistas beneficiarios de esos pagos, no retiran sus capitales del país o disminuyendo dicha oferta si lo hacen; por otra parte, cuando paga sus compromisos en moneda doméstica, puede aumentar la demanda de dólares en el sistema bancario doméstico, si los inversionistas deciden convertir dichos pagos a divisas. Además de intervenir en el mercado cambiario del país, vendiendo y comprando dólares de la reserva internacional cuando lo estima pertinente, desde 1996 el Banco de México tiene la obligación de realizar las operaciones de cambio que requiera PEMEX, que es oferente neto de divisas y el que ha aportado más de la tercera parte de las reservas que tiene acumuladas el país en la actualidad. Ese tipo de intervención le permite al gobierno evitar que la liquidez y las divisas del organismo citado, entorpezcan la restricción monetaria que todavía está vigente y, al mismo tiempo, lo provee de activos para realizar sus intervenciones.</p>

con la única diferencia de que, bajo el régimen de tipo de cambio flexible, las intervenciones no necesariamente satisfacen toda la demanda, ni recogen toda la oferta excedente de dólares, cuando cada una de esas situaciones se presenta, sino que permiten que el tipo de cambio se modifique al mismo tiempo que la reserva de divisas, en un grado que es arbitrariamente definido por la Comisión de Cambios, pero que no es públicamente anunciado<sup>34</sup>. En otras palabras, las intervenciones no persiguen un objetivo explícito para el tipo de cambio ni fijan a este último.

Por la forma en que son aplicadas, ambas estrategias terminan integrándose para conformar las dos etapas de una política asimétrica de intervenciones esterilizadas. Desde el punto de vista teórico, las intervenciones esterilizadas son descritas como una política que es aplicada en dos etapas<sup>35</sup>. En la primera etapa, conocida como de intervención, el gobierno compra o vende divisas al sistema bancario doméstico, para moderar las presiones cambiarias al alza o a la baja, en que suelen traducirse, respectivamente, las salidas y entradas de activos externos del país.

En específico, en una situación de salidas netas de divisas, que tiende a generar un exceso de demanda de activos externos y, con ello, presiones devaluatorias, el gobierno puede implementar una estrategia de intervenciones esterilizadas para disminuir la presión devaluatoria. En tal caso, en la etapa de intervención, deberá venderles a los bancos divisas baratas para satisfacer una parte de la demanda excedente por activos externos y presionar a la baja el precio de estos últimos, con el fin de disminuir las presiones devaluatorias.

Al implicar el intercambio de divisas por activos domésticos, sin embargo, tales ventas de divisas reducen la oferta monetaria doméstica, por debajo de la demanda del periodo anterior. Si el objetivo inflacionario se cumplió el periodo previo, ese desencuentro presiona al alza a la tasa de interés por encima de lo que es compatible con dicho objetivo, lo que brinda al gobierno el incentivo de evitar la caída. Para ello, en una segunda etapa de la

---

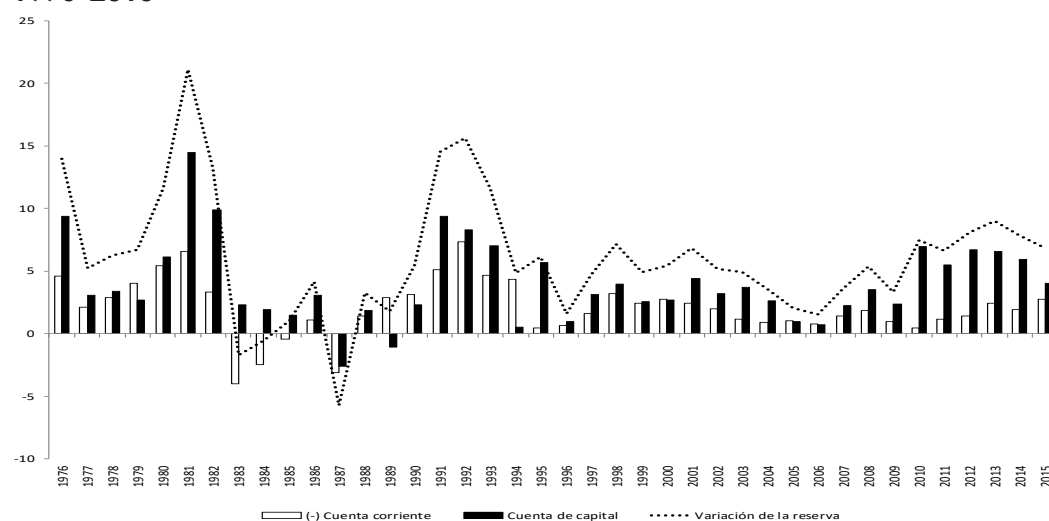
34 Banco de México (2009), describe detalladamente esa estrategia.

35 Lo expuesto en este documento sobre el impacto teórico de las intervenciones esterilizadas, retoma a Bofinger, P. y Wollmershäuser, T. "(2001) y Frenkel, R. (2007).

estrategia de intervenciones esterilizadas, conocida como de esterilización, el gobierno elimina el exceso de demanda por moneda doméstica, ofertando esta última a los bancos a cambio de la tasa de interés que es compatible con su objetivo inflacionario.

En el caso de México, esa ha sido precisamente la forma en que se han combinado las intervenciones cambiarias y las compras-ventas de títulos de deuda pública para el control monetario. Puesto que, desde que tales políticas han sido aplicadas conjuntamente, las cuentas externas del país se han caracterizado por una situación en la cual, el superávit de la cuenta de capitales fue mayor al déficit en cuenta corriente (véase gráfica 7), ha prevalecido en el mercado cambiario doméstico, exceso de oferta de divisas. Se vuelve evidente que el gobierno intervino dicho mercado, lo suficiente para evitar el impacto revaluatorio de ese exceso, no solamente por el aumento que al mismo tiempo experimentó la reserva de divisas del país (véase gráfica 7), sino porque el peso se devaluó (véase gráfica 2).

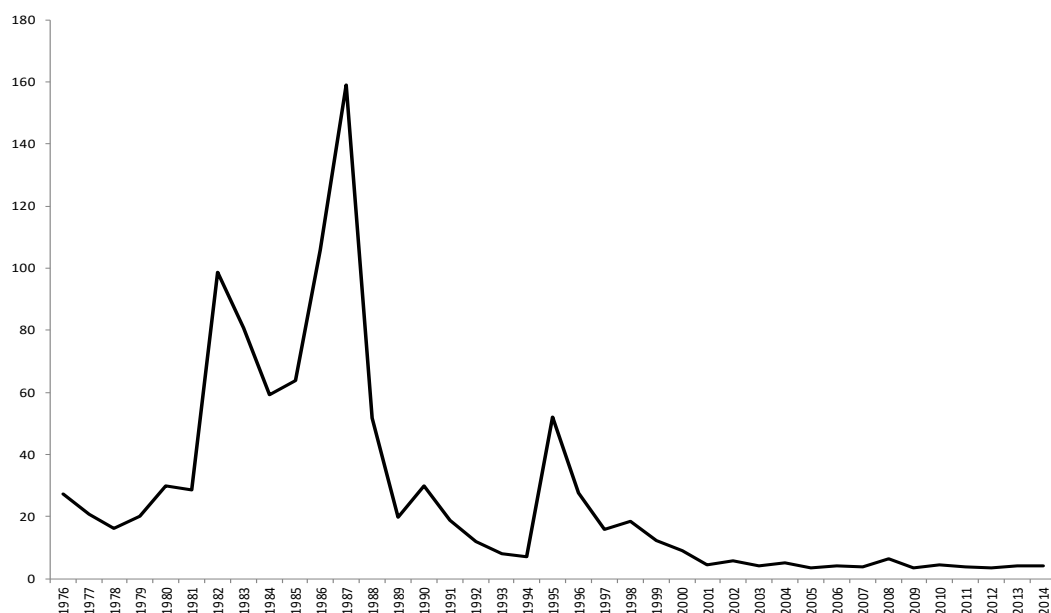
**Gráfica 7**  
**Componentes del Saldo del Balance de Pagos**  
**Porcentaje del PIB**  
**1976-2015**



Fuente: Elaboración propia con datos de Nacional Financiera. La economía mexicana en cifras, México, 1981, para el período anterior a 1980 y para el período posterior, Banco de México. Estadísticas en [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx), consultadas en México, agosto de 2016.

Si durante esos años, las compras de divisas efectuadas por el gobierno no hubiesen sido esterilizadas, se habría producido una expansión monetaria que hubiera presionado a la baja a la tasa de interés doméstica y al alza a la inflación, lo cual no ocurrió (véase gráfica 8). Por el contrario, los años en los cuales las reservas internacionales aumentaron, también se incrementaron los pasivos no monetarios del Banco de México (véase gráfica 9), reflejando que esta última institución incrementó sus emisiones de valores públicos para recoger circulante doméstico, evitando así que cayera la tasa de interés doméstica. En el promedio, el Banco de México esterilizó el 91% de la expansión que tuvo su reserva de divisas esos años, lo cual incrementó en esa misma proporción su deuda doméstica.

**Gráfica 8**  
**Tasa de crecimiento del Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
**Porcentaje**  
**1976-2015**



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México. Estadísticas en [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx), consultadas en México, agosto de 2016.

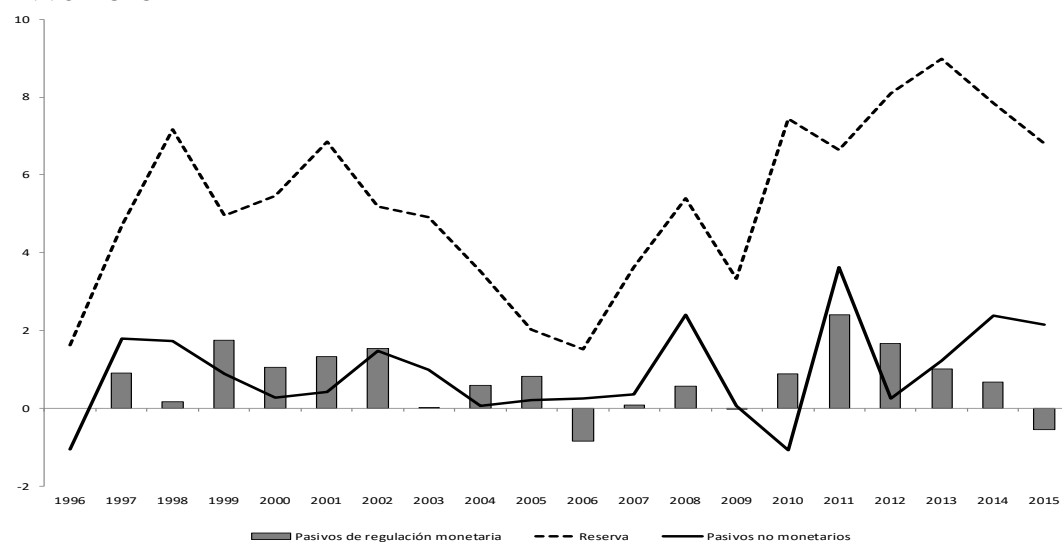
Destaca, sin embargo, que la política cambiaria, ha tenido una respuesta asimétrica a las variaciones de la cuenta de capitales, pues no ha disminuido en los periodos en que se redujo el saldo superavitario de dicha cuenta, lo que



ha ocasionado presiones devaluatorias para el peso, que no están asociadas a salidas de capitales sino a la restricción de dólares que ha generado el propio gobierno; al mismo tiempo, en algunos años, la política monetaria ha tenido una respuesta asimétrica a la intervención, porque los pasivos no monetarios del Banco de México aumentaron, inclusive en los años en que la reserva internacional redujo su ritmo de acumulaciones netas<sup>36</sup>. Tal fue el caso en 1999, 2000 a 2002, 2004 a 2006, y 2012 a 2015 (véase gráfica 9).

### Gráfica 9

**Variación de los pasivos no monetarios, de los pasivos de regulación monetaria y de la reserva internacional**  
**Porcentaje del PIB**  
**1996-2015**



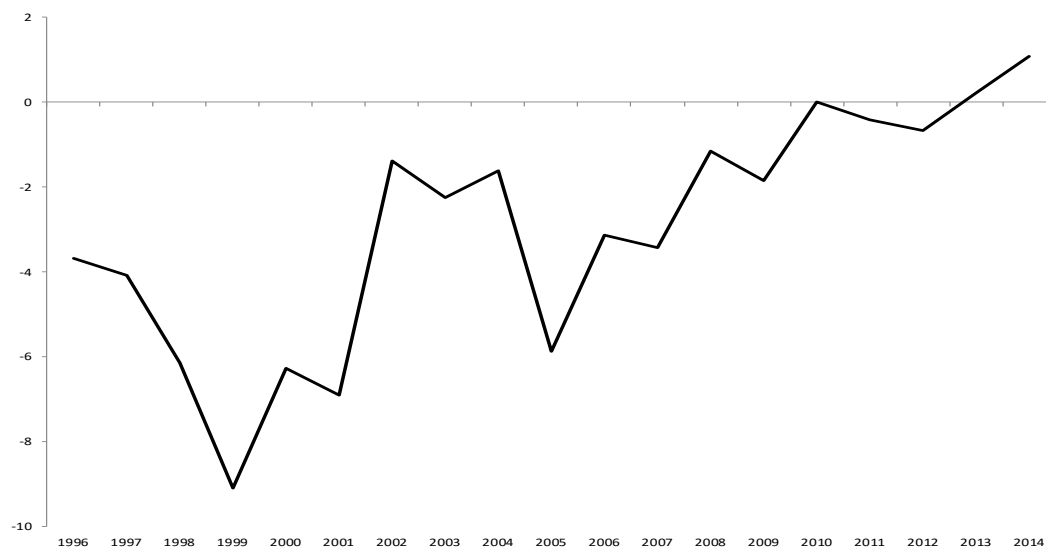
Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México. Estadísticas en [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx), consultadas en México, agosto de 2016.

Esos años, las intervenciones implicaron que el gobierno adquirió menos divisas a los bancos, por lo que redujo también la provisión de moneda doméstica a esas instituciones, lo que presionó al alza a la tasa de interés. Para evitar que esa presión desviara a la política monetaria de su objetivo inflacionario, el gobierno debía relajar su restricción monetaria, recomprándoles bonos públicos a los bancos. Se vuelve evidente, sin embargo, que ocurrió lo contrario porque aumentó la variación de los pasivos no

36 Un comportamiento similar es detallado por Ostry, Gosh y Chamon (2012), p. 14: “Comparing the interest rate response across regimes shows that the central bank would raise interest rates by more when it also intervenes in the FX market (red line) than when it does not (black line).”

monetarios del Banco de México (véase gráfica 9), lo que implica que la estrategia monetaria redujo aún más la provisión de circulante a dichas instituciones y aumentó la presión al alza que recibió la tasa de interés, por encima del impulso ejercido por las menores adquisiciones de activos externos del Banco de México, lo que contribuyó a mantener la tendencia creciente que registró la tasa de interés real (véase gráfica 10).

**Gráfica 10**  
**Tasa de Cetes a 28 días real**  
**Porcentaje**  
**1996-2014**



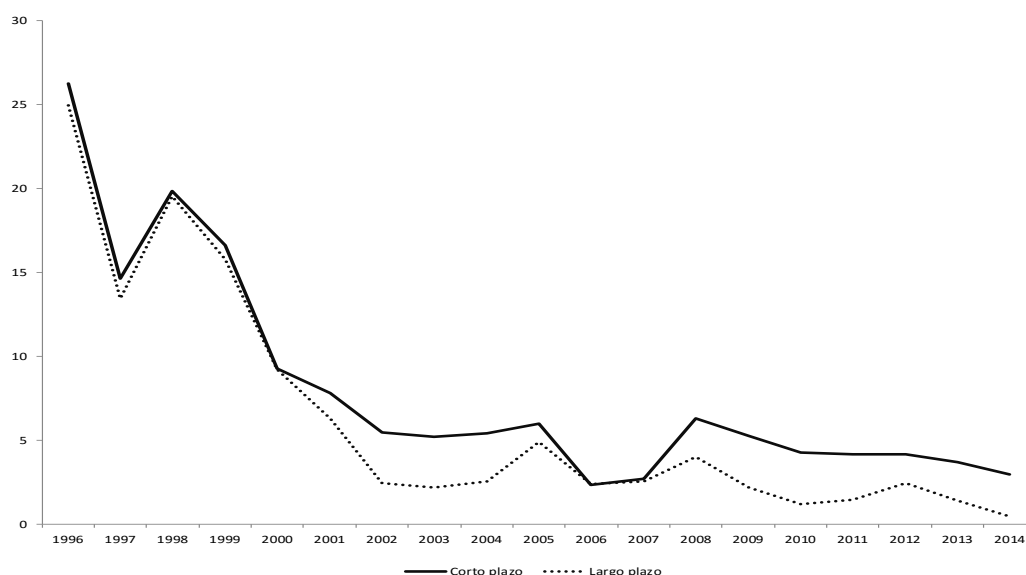
Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México. Estadísticas en [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx), consultadas en México, agosto de 2016.

Aunque ese tipo de política busca reforzar la entrada de capitales porque contribuye a sostener el diferencial entre los intereses domésticos y externos, no es clara la motivación del Banco de México para implementarla en un periodo sin salidas de capitales; aún más, si es analizada considerando las tasas estadounidenses, queda claro que la estrategia tuvo gran dificultad para moderar la caída del diferencial y solamente lo consiguió para la tasa de corto plazo (véase gráfica 11), lo que sugiere que estimuló principalmente la entrada de capitales que se encuentran en búsqueda de ganancias de corto plazo, que tienden a ser más costosos y volátiles.

Por otro lado, la tasa de interés real creciente tiene efectos distributivos que pueden ser perniciosos porque vuelve regresiva la distribución del ingreso y concentra este último en actividades no productivas, al convertir a los inversionistas en valores, en los beneficiarios netos de la política y a los deudores en lo que pagan esa ganancia. En el caso de México, tales inversionistas son los grandes grupos financieros que administran los bancos domésticos, mientras que los deudores son, en general, los consumidores pero, principalmente los trabajadores.

### Gráfica 11

**Diferencial entre la tasa de Cetes a 28 días y la tasa de la Reserva Federal a corto (3 meses) y largo (10 años) plazos**  
**Puntos porcentuales**  
**1996-2014**



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México. Estadísticas en [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx) y Federal Reserve. Statistics en [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

### El financiamiento de la ganancia producida por las intervenciones esterilizadas

La administración cambiaria mediante intervenciones esterilizadas fue vinculada a los ingresos de los trabajadores con la creación, en 1992, del sistema de ahorro para el retiro basado en la capitalización individual<sup>37</sup>,  
 37 Desde 1991 el gobierno anunció oficialmente la conformación de un nuevo sistema de ahorro de los trabajadores, el cual fue establecido inicialmente como una prestación adicional a las que ya tenían los trabajadores. Esa

porque obligó a los trabajadores a convertir en ahorros bancarios o, alternativamente, en depósitos constituidos en el Banco de México, una parte de sus ingresos, lo que volvió deficitario el balance de acervos de los propios trabajadores.

La introducción del sistema de capitalización individual tuvo ese efecto, no solamente porque introdujo una nueva tasa patronal que elevó en dos puntos porcentuales las aportaciones de los empresarios al sistema de beneficios sociales de sus trabajadores<sup>38</sup>, sino porque esos recursos fueron rápidamente empleados para expandir el otorgamiento de créditos a la vivienda a los trabajadores. La crisis de 1994, magnificó ese endeudamiento a los niveles más altos que ha tenido desde la década de los cuarenta (véase gráfica 12), por el aumento que experimentaron sus intereses<sup>39</sup>.

La parte de los ahorros para el retiro no utilizada en créditos para la vivienda, ha sido depositada en el sistema bancario doméstico y en el Banco de México. Para dicho sistema, tales ahorros constituyen la captación más cuantiosa (véase gráfica 13), y los utiliza, como el resto de su captación, como el capital de trabajo que invierte, por un lado, en el otorgamiento de créditos al sector privado no financiero, incluidos los propios trabajadores que aportan los recursos, y por otro, en la adquisición de bonos públicos, incluidos los bonos emitidos con fines de regulación monetaria, implicando que tales ahorros contribuyen a mantener al alza el monto y el costo real del endeudamiento y con ello, la ganancia de los prestamistas. Finalmente, el Banco de México utiliza los ahorros para el retiro que resguarda, para financiar una parte de las divisas que añade a su reserva y que, en los periodos

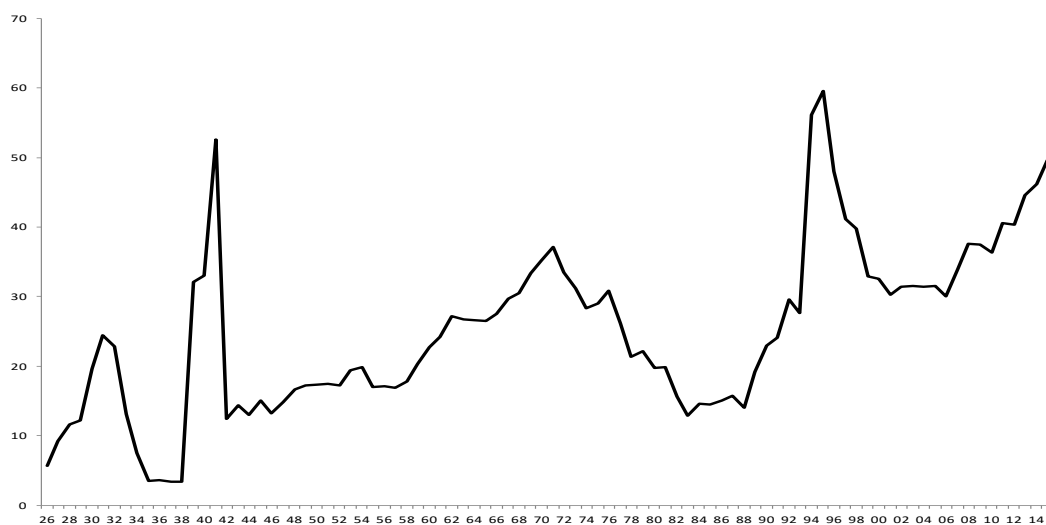
prestación adicional se transformó en un sistema de ahorro forzoso con las reformas a las Leyes del Seguro Social y del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores aprobadas el 24 de febrero de 1992; así como las modificaciones a la Ley del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado del mes posterior, en las cuales se estableció el marco jurídico y conceptual del Sistema de Ahorro para el Retiro, según refiere Banco de México (1992), p. 42, 50 y 162 y también el Mensaje del Informe de Gobierno de 1991, que fue el que anunció el inicio del sistema.

38 Según quedó establecido en la reforma de 1992 a la Ley del IMSS y en la reforma de 1993 a la Ley del ISSSTE que describe Banco de México (1992), p. 42, 50 y 162.

39 Rodríguez, V. (2014), pp. 71-73, describe como sigue ese incremento: “Después de la crisis de 1994, el endeudamiento neto del sector privado tuvo un aumento histórico que llevó al saldo de la deuda privada a su nivel más alto de las últimas tres décadas, al crecer en 162% en términos reales solamente de un año a otro. Ese endeudamiento absorbió el ahorro que derivó de los superávits que tuvo el balance de flujos privado entre 1983 y 1989, duplicando el déficit acumulado por ese mismo balance entre 1990 y 1994. Lo anterior, junto con el aumento sin precedentes que experimentaron las tasas de interés bancarias en 1994 y con la existencia de contratos de préstamos bancarios leoninos, sugiere que la mayor parte de esa deuda estuvo constituida precisamente por los intereses a su cargo que aceptaron los agentes privados...”

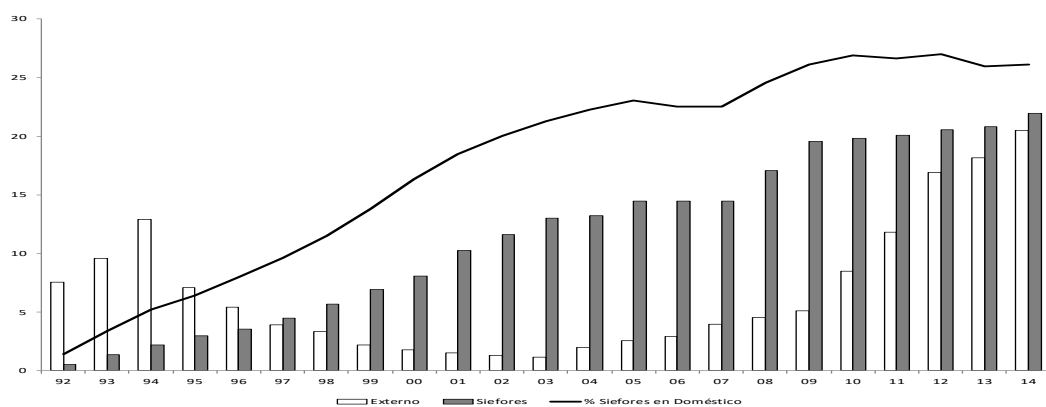
de astringencia de activos externos, vende baratas a los demandantes de tales activos, que resultan ser, en su mayoría, las mismas corporaciones financieras que administran las instituciones bancarias del país.

**Gráfica 12**  
**Saldo de la deuda del sector privado no financiero**  
**Porcentaje del PIB**  
**1926-2014**



Fuente: Elaboración propia con datos de Nacional Financiera. La economía mexicana en cifras, México, 1981, para el período anterior a 1980 y para el período posterior, Banco de México. Estadísticas en [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx), consultadas en México, agosto de 2016.

**Gráfica 13**  
**Composición del Saldo de la Captación Total**  
**Porcentaje del PIB**  
**1992-2014**



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México. Estadísticas en [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx), consultadas en México, agosto de 2016.

## Conclusiones

La forma en que la estrategia cambiaria ha venido vinculando los ingresos de los trabajadores y las ganancias que los grandes grupos financieros internacionales obtienen de la economía doméstica, es uno de los mecanismos que más ha afectado al poder adquisitivo de los trabajadores, al poner a tales ingresos en la paradójica situación de contribuir a asegurar que dicha ganancia sea creciente, aun a pesar de que es pagada por los propios trabajadores. Al mismo tiempo, los ingresos de éstos han sido utilizados para garantizarles a los mismos grupos, la posibilidad de convertir a divisas en el muy corto plazo, tales ganancias. Todo ello ha incrementado el endeudamiento privado a niveles nunca antes vistos, lo que ha garantizado la continuidad del proceso que le rinde beneficios a la oligarquía financiera.

La afectación de ese proceso, por su parte, no se limita a los trabajadores formales, porque el deterioro del poder adquisitivo de estos últimos tiene impacto multiplicador en los ingresos de todo el sector privado no financiero, lo que resulta pernicioso para la distribución general del ingreso, porque concentra este último en actividades no productivas, principalmente en el sector financiero, lo que puede encontrarse en el fondo del limitando crecimiento económico que ha caracterizado a México desde que su gobierno adoptó la flexibilidad cambiaria.

Para Palley (2009), por ejemplo, el creciente apalancamiento de las hojas de balance de los agentes no financieros, es inherentemente inestable y depresivo. Ello es así porque, si bien inicialmente el apalancamiento incentiva la actividad económica al expandir las adquisiciones de bienes de inversión y consumo, también genera pagos de intereses que aumentan conforme se incrementa la deuda, lo que redistribuye el ingreso de deudores con alta propensión a gastar hacia acreedores con baja propensión a gastar y, al mismo tiempo, reduce las ganancias retenidas, provocando que la expansión del consumo, la inversión y la actividad económica, sea decreciente. Conforme disminuye el ingreso de los deudores, al verse cada vez más afectado por los pagos de intereses y por la tendencia decreciente de la inversión, cae también el techo de endeudamiento de los deudores,

provocando que este último sea alcanzado rápidamente. Cuando ello sucede, el flujo de crédito se vuelve negativo, porque los prestamistas obligan a los deudores a seguir pagando los intereses, que han llegado a su máximo, pero también a amortizar su deuda.

Los pagos de intereses acrecentados de la deuda, por su parte, fortalecen el ingreso de los capitalistas, tanto de los inversionistas en instrumentos financieros como de los inversionistas en capital físico, en el último caso porque en las economías apalancadas, tanto el precio de los bienes de capital como la riqueza de los capitalistas poseedores de esos bienes, es determinada por el precio de los activos financieros. Ese impacto positivo atempera el impacto negativo que, sobre el ingreso capitalista, tiene la caída en el consumo de los deudores, pero como la propensión a gastar de estos últimos es mayor que la de los capitalistas, la redistribución del ingreso a favor de tales capitalistas, termina por deprimir el gasto total y con ello, la ganancia capitalista, disminuyendo el techo de endeudamiento de los propios capitalistas, que es rápidamente alcanzado. Cuando ello ocurre, el flujo de préstamos a ese grupo se vuelve también negativo, como ya ha ocurrido para el resto de los deudores, porque las instituciones financieras los obligan a cancelar su deuda, provocando que caigan las ganancias retenidas, la inversión y la producción, lo que termina generando una crisis que tiende a profundizarse con los aumentos de la tasa de interés.

El desempeño esperado para la deuda mexicana no es mejor que el descrito por Palley porque la redistribución a favor de la ganancia de las corporaciones financieras que administran la banca mexicana, puede haber tenido un costo productivo mayor al descrito por ese autor, lo que se debe a que tales corporaciones financieras son todas extranjeras y las crecientes transferencias por intereses al exterior que ha tenido que pagar México desde que adoptó la flexibilidad cambiaria (véase gráfica 6), vuelve evidente que las corporaciones han fugado dicha ganancia de la economía doméstica, volviendo nulo el impacto positivo que Palley prevé que puede tener sobre la actividad económica, el aumento de la riqueza capitalista implicada por la redistribución del ingreso a favor de la ganancia financiera.

Aún a pesar de ello, el control cambiario es ineludible para México porque es un país que no emite moneda patrón, pero resulta indispensable que su gobierno evite, mediante el resto de su política económica, el efecto distributivo pernicioso que actualmente tiene ese control, porque conforme ese efecto eleva la participación en el ingreso doméstico de la ganancia financiera, también la lleva a su techo y si este último llega a alcanzarse, existe alta probabilidad de que el gobierno pierda la capacidad de sostener ese control.

## Referencias

- Banco de México (1925-1980). Ley Orgánica, México.
- ----- (1931 y 1935). Ley Monetaria, México.
- ----- (2009). “Manejo de Reservas Internacionales y Mercado Cambiario”, Cátedra dictada en el Instituto Tecnológico de Estudios Superiores de Monterrey, el 14 de noviembre.
- ----- (Documentos de Política Monetaria). “La Conducción de la Política Monetaria del Banco de México a través del régimen de Saldo Acumulados”, “La Conducción de la Política Monetaria del Banco de México a través del régimen de Saldo Diarios”, “Instrumentación de la Política Monetaria a través de un Objetivo Operacional de Tasa de Interés” y “Medidas instrumentadas por el Gobierno Federal y el Banco de México para preservar la estabilidad financiera”, disponibles en [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx).
- Banco de México (Varios años). Informe Anual, México, 1943, 1971 a 1974, 1976, 1980, 1992.
- Bofinger, P. y Wollmershäuser, T. (2001). “Managed floating: Understanding the new international monetary order”, Würzburg economic papers, No. 30.
- Boltvinik, J y Laos Hernández, E. (1981), “Origen de la crisis industrial: el agotamiento del modelo de sustitución de importaciones, un análisis preliminar”, en Cordera, R. Desarrollo y crisis de la economía mexicana. Ensayos de Interpretación histórica, México, FCE, Colección el Trimestre Económico, num. 39, México.
- Frenkel, R. (2007). “La sostenibilidad de la política de esterilización”,



Center for Economic and Policy Research , EUA.

- Fondo Monetario Internacional (2001). Organización y operaciones financieras del FMI, Serie de folletos, No. 45, Sexta Edición.
- ----- (2016). “The end of the Bretton
- Woods System (1972–81)”, disponible en [www.imf.org](http://www.imf.org).
- Green, R. (1997). “Deuda externa y política exterior: la vuelta a la bilateralidad en las relaciones internacionales de México”, en Green, R. Lecciones de la deuda externa de México, de 1973 a 1997, FCE, México, pp. 54-80.
- Guillén, R. (2013). “México: de la sustitución de importaciones al nuevo modelo económico”, Comercio Exterior, Vol. 63, Num. 4, México, Julio-Agosto
- Ostry, Gosh y Chamon (2012). “Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies”, FMI, EUA.
- Presidencia de la República (1945). Diario Oficial de la Federación, México, Lunes 31 de diciembre, p. 4.
- Palley (2009). “The Macroeconomics of Financialization: A Stages of Development Approach”, Ekonomiaz N.º 72, 3.er cuatrimestre.
- Rodríguez, V. (2014). “Efectos de flujos-acervos de las políticas fiscal y monetaria en México”, en Girón, A. Democracia, financiarización y neoextraccionismo ante los desafíos de la industrialización y el mercado de trabajo, Colección de libros Problemas del Desarrollo, UNAM, México, pp. 71-73.
- Rodríguez, V. (2015). “Límites de la estabilidad cambiaria”, Revista Problemas del Desarrollo, 181 (46), IIEc-UNAM, México, abril-junio, pp. 49-74.

# Política monetaria y tipo de cambio en México

Patricia Rodríguez López<sup>40</sup>

En el contexto de la Segunda Guerra Mundial en 1941, Banco de México (Banxico) expidió la Ley Bancaria, en el marco de una entrada masiva de dólares que generó una sobre liquidez interna, por lo que la institución debió fortalecer su papel regulador, incrementando el encaje legal máximo de 15% a 50%. Esto permitió otorgar apoyo crediticio institucional al sector agrícola y al comercio internacional. En 1949, se hacen modificaciones a la Ley Bancaria y se aumenta el encaje a la banca comercial, llegando a representar en algunos momentos hasta el 100% de sus pasivos. Con esto se inicia la participación e instrumentación del modelo económico conocido como “sustitución de importaciones” por parte del banco central.

Al analizar la política monetaria de Banxico, se debe considerar la dependencia económica de México respecto a Estados Unidos (EU), que sigue siendo determinante en la toma de decisiones de política monetaria y cambiaria para nuestro país. Por ejemplo, las confrontaciones bélicas de EU así como su política económica y monetaria, determinan la entrada o salida de dólares (divisas) a nuestra economía.

## La política monetaria de 1955 - 1964

La llamada “devaluación a la mexicana” de 1954, cuando el tipo cambio alcanzó los 12.50 pesos por dólar, lo que representó una devaluación del 45%, sirvió de modelo para la toma de decisiones de política monetaria y cambiaria de varios países latinoamericanos, en general esta política impulsó las siguientes acciones: a) libre e ilimitada convertibilidad de pesos en dólares; b) acumulación de reservas internacionales primarias por 201 millones de dólares, más 102.5 de secundarias, las cuales estaban integradas por 75 millones de dólares pactados con la Tesorería de EU y

<sup>40</sup> Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM.

Agradezco el apoyo de Martín Ponciano Sosa en la investigación estadística y bibliográfica.

27.5 millones de dólares más del saldo del crédito contingente convenido con el Fondo Monetario Internacional (FMI); c) reglamentación de las operaciones a futuro de divisas; d) para evitar especulación por parte de la banca comercial, Banxico les ordenó que le transfirieran todos sus activos netos en oro, plata y divisas a la cotización del día anterior a la devaluación (14 de abril de 1954); e) fortaleció su política de orientación del crédito; y f) ante la salida de capitales, vía la venta masiva de valores bancarios, Banxico intervino para sostener el precio, y suspendió la emisión de cédulas hipotecarias, hasta lograr la confianza del mercado. Para que el gobierno se viera beneficiado de la devaluación, aumentó en 25% el impuesto a las exportaciones y restringió con nuevos gravámenes las importaciones consideradas de lujo.

La política monetaria durante el período 1955 a 1964, se considera exitosa porque mantuvo un tipo de cambio estable con una inflación alrededor del 4%, pero sobre todo obtuvo el crecimiento económico históricamente más alto de la época contemporánea del país, con un promedio anual de 6.9% <sup>41</sup>, Es relevante mencionar que la inflación de EU para ese lapso fue muy baja, 0.7% anual, lo que hacía difícil sostener, año tras año, el tipo de cambio peso dólar de 12.50, lo que implicó una serie de fluctuaciones de las reservas internacionales.

### **Alta estabilidad económica de México 1965 -1971**

El periodo 1965 a 1971, representó una etapa de alta estabilidad y crecimiento económico en México, aun cuando 1970 y 1971 fueron dos años de contracción económica internacional, durante este lapso el crecimiento promedio anual del PIB fue de 6.3%, con un menor crecimiento de la tasa de oferta monetaria 9.3%, y una inflación de sólo 2.9%. Entre 1969 y 1971 se vivió una depresión internacional, debido al desquiciamiento del sistema monetaria internacional, a partir de la desaparición del patrón oro con los acuerdos de Bretton Woods (1971). Además, la inflación mundial creció por el incremento en los precios de las materias primas y sobre todo del petróleo y hubo una profunda inestabilidad en los tipos de cambio de las monedas fuertes y en las tasas de interés internacionales.

Cabe destacar que de 1969 a 1970, se incrementaron las reservas internacionales en 42% en México, por la entrada de capitales externos atraídos por el pago de un diferencial positivo de las tasas de interés mexicanas. No obstante que en 1971 la cuenta corriente registró un déficit, México informó al FMI la decisión de sostener la paridad de 12.50 pesos por dólar, “...en virtud de que cerca de las cuatro quintas partes de los ingresos corrientes de mercancías y servicios de México estaban relacionados con la economía y el comercio exterior de los Estados Unidos, México comunicó al FMI la decisión de mantener invariable su tipo de cambio con respecto al dólar ... Tal decisión significaba para los productos manufactureros de México una mayor competencia frente a los de Europa y Japón en los mercados internacionales” (Cavazos 1976, 120).

### **La intervención estatal directa en la política monetaria 1972- 1975**

En el periodo 1972 - 1975 se replanteó el modelo de crecimiento con estabilidad, la economía mexicana experimentó la gran intervención económica estatal directa, en un intento por enfrentar la parte recesiva del ciclo económico mundial y las necesidades sociales relegadas. El financiamiento del gasto público implicó una política monetaria expansionista. Banxico trato de disminuir los efectos inflacionarios con el manejo del encaje legal y convenios con los bancos para disminuir la expansión secundaria del crédito.

Entre 1976 y 1981, el crecimiento de gasto del gobierno fue el centro de las actividades económicas, el gasto del capital gubernamental se dirigió a la obra pública y a subsidiar a la inversión relacionada con la expansión y operación de las grandes empresas estatales, así el gobierno tuvo que compensarlo con deuda externa. En esta coyuntura el Banco Central avanza como institución financiera, creando en 1978 los certificados de la tesorería (CETES) y los Petrobonos, con la idea de sustituir los controles de expansión de crédito, por un mercado casi líquido de papeles gubernamentales, se permitieron los depósitos en dólares y así se dio inicio al proceso de liberalización financiera. Estas medidas fueron parte del proceso que realizó México y que lo llevaron a presentar persistentes déficits en la cuenta corriente, los

bancos, las grandes empresas privadas y sobre todo el gobierno, iniciaron a partir de 1978 un rápido proceso de endeudamiento externo que explica, en mucho, el actual sistema monetario dual del país, así como la reiterada dependencia financiera que ha llevado a quiebras y salvamentos oficiales a los grupos financieros y empresariales de México (Correa,2004).

### **La gran devaluación del peso 1976- 1981**

En septiembre de 1976, ante un importante déficit de cuenta corriente se devalúa el peso después de 22 años ininterrumpidos de sostener su valor, pasando de 12.50 a 20.60 pesos por dólar, esto es, una depreciación de golpe del 64%, lo que marcó el inicio del fin de la época de crecimiento económico con estabilidad.

El aporte histórico del llamado, modelo económico de sustitución de importaciones y desarrollo estabilizador fue la conformación de un sector financiero mexicano con instituciones públicas y privadas, donde la intervención financiera regulatoria del Estado fue relevante. La decisión de incorporar bancos privados y de desarrollo con un fuerte marco regulatorio establecido por Banxico, permitió la existencia de un mercado de crédito regulado, con instrumentos compensatorios como el encaje legal, el control de las tasas de interés y nichos preferenciales de crédito, neutralizando la liquidez bancaria. La política monetaria garantizó en esos momentos una buena transmisión de ahorro a inversión productiva, a través de tasas de interés reales positivas, así como financiamiento a sectores económicos claves y el fortalecimiento de la inversión estatal en infraestructura.

### **La crisis de deuda y la nacionalización de la banca 1982 - 1987**

La primera gran crisis financiera del siglo XX para México, fue la llamada “de deuda”, se produjo en 1982 a raíz de un excesivo endeudamiento externo tanto del sector público como privado, y específicamente del endeudamiento del sistema bancario comercial mexicano. “A fines de 1982 la banca privada y mixta poseía pasivos en moneda extranjera por 12,750 millones de dólares, de los cuales 4,760 millones correspondían a depósitos en divisas realizados por residentes locales y el resto, poco menos de 8,000 millones de dólares,

eran pasivos contraídos con el extranjero” (Quijano Manuel 1985, 133).

La devaluación de 1976 propició profundos cambios en la economía mexicana, gestándose las condiciones de la gran crisis de deuda de 1982, ya que el sistema financiero efectuó transformaciones en el sector bancario, vía la consolidación de grupos financieros, se transformó en la llamada banca múltiple con acompañamiento de la banca de desarrollo, la cual alcanzaba a operar el 32% de todo el financiamiento del sistema bancario, siendo también la intermediaria del financiamiento externo de grandes empresas. Sus pasivos, ante la devaluación de 1982, llegaron a representar más del 40% de toda la deuda pública.

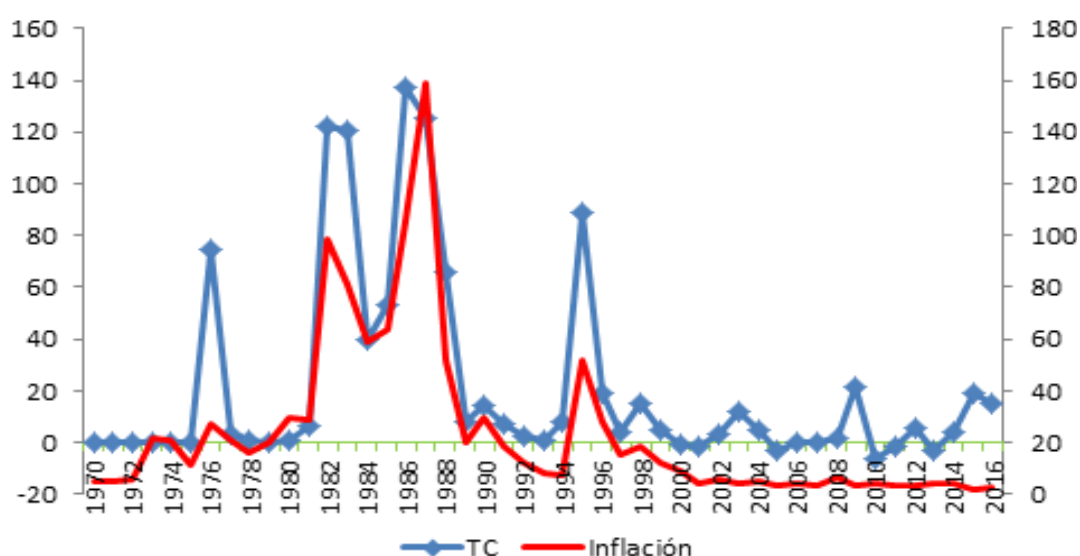
La primera política monetaria que se instauró fue la de control de cambio, la cual fue anunciada por el Banco de México el 16 de agosto de 1982, que estableció dos tipos de cambio; uno llamado “preferencial”, que se fijó en 49.16 pesos por dólar y sirvió para la venta de dólares por parte de Banxico, para la adquisición de importaciones prioritarias y adquisición de dólares destinados a pagar el principal e intereses de la deuda externa pública y privada, y otro denominado “general” determinado por oferta y demanda en el mercado general de dólares, este precio llegó a ser de 120 pesos por dólar.

Esta política de tipo de cambio persiguió abaratar los insumos extranjeros necesarios y el pago de la deuda externa, para que ambos factores no impactaran en un aumento de precios, por otra parte, intentó proteger las ya muy menguadas reservas internacionales. Para reforzarla, también se dictó que todas las cuentas bancarias en dólares fueran pasadas a moneda nacional con el tipo de cambio “general”.

El Banco de México define el periodo de la siguiente manera: “Hasta 1982, los problemas tuvieron su origen en la aplicación de políticas económicas excesivamente expansivas, y en la obligación que se impuso al banco central de extender amplio crédito para financiar los déficits fiscales en los que entonces se había incurrido. Todo ello deterioró la estabilidad de los precios y fue causa de que ocurrieran dos severas crisis de balanza de pagos en 1976

y 1982. De 1983 en adelante, el sentido de las acciones ha sido opuesto. A partir de ese año, los esfuerzos han estado dirigidos, en lo fundamental, a controlar la inflación, a corregir los desequilibrios de la economía y a procurar la recuperación de la confianza de los agentes económicos” (Banco Nacional de México 2012) (véase gráfica 1).

**Gráfica 1**  
**México: Inflación y tipo de cambio de México**  
**Variación porcentual anual**  
**1970- 2016**



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI.

En este contexto se presenta el 1 septiembre de 1982, la nacionalización de la banca, intentando intervenir los recursos bancarios, la especulación y la fuga de divisas. La medida implicó, entre otros factores, que el Estado asumiera sus pasivos en dólares, aumentando la deuda pública extranjera en 8,000 millones de dólares. Es relevante señalar que los bancos jugaron el papel de intermediarios entre los prestatarios internacionales y grupos empresariales nacionales, quienes absorbieron la mayoría de los créditos en moneda extranjera, lo que aumentó la deuda pública en dólares. “La crisis cambiaria fue factor determinante de la nacionalización de la banca privada mexicana, que se dispuso junto con el control generalizado de cambios el 1o.

de septiembre. Esta nacionalización, según el decreto respectivo, se fundó también, entre otras razones, en la persistencia de condiciones oligopólicas y en la conveniencia de reorientar las políticas de crédito con criterios de diversificación social”. (Banco de México 1982, 93).

Es importante definir que el financiamiento internacional llegaba vía carteles de bancos extranjeros, donde también tenían participación los bancos nacionales más grandes. Permitiéndose así una fuerte especulación por parte del capital nacional y extranjero vía el manejo de la deuda nacional. “En 1981, la Secretaría de Hacienda autorizó (a los bancos) recibir depósitos en dólares de residentes en México, con lo que institucionalizó la fuga de capitales como vía para financiar externamente al gobierno” (Mántey; 2008; 8). Los altos niveles de deuda pública y privada, desde finales de los años setenta, propiciaron una creciente salida de recursos financieros vía refinanciamiento, simplemente el pago de intereses por el total de la deuda en 1982 llegó a representar 3,050747 miles de dólares, de los cuales el 67.52% fueron solventados por el sector público.

El nuevo modelo se gesta y fundamenta a partir de un fuerte cuestionamiento a la participación económica activa del Estado, fundamentalmente por el alto endeudamiento público externo, el cual llegó a representar el 74.7% del PIB en 1982, siendo la deuda externa la que explica esta desproporción al representar el 40.5% del producto, conjuntamente con una devaluación de 76.4% de 1982 a 1983 al pasar el peso de 80.50 por dólar a 142.

La crisis de deuda se presenta bajo el marco de la caída del precio del petróleo y un incremento de las tasas de interés de los países desarrollados, llevando a una contracción del crédito internacional, por lo que México se vio impedido a continuar refinanciando su deuda. Por su parte las grandes empresas y los bancos mexicanos, fuertemente apalancados en dólares y ante el contexto internacional adverso, se vieron imposibilitados a un refinanciamiento de su deuda. El gobierno instrumentó una serie de medidas y programas financieros que se convirtieron en salvamentos administrados para una parte del sector privado, principalmente para los grandes grupos financieros empresariales. El programa que sobresale por su monto y estrategia fue



el llamado Fideicomiso de Cobertura de Riesgo Cambiario (FICORCA), instaurado por el Banco de México en 1982, el cual fue creado a partir de un préstamo del exterior y tuvo como objetivo liberar de riesgo cambiario a las empresas que tenían voluminosos pasivos en moneda extranjera, esto se tradujo en la conversión de las deudas empresariales de dólares a pesos y así se subsidiaron las deudas externas del sector privado al convertirlas en deuda pública. Este programa es importante por ser la referencia obligada para entender los mecanismos posteriores de salvamentos financieros, reconocidos actualmente como la socialización de las deudas privadas, que han perpetrado varios gobiernos mexicanos a partir de entonces.

### **La apertura comercial y financiera de México 1987 - 1994**

Esta crisis de 1994 fue el primer resultado de la instrumentación de la propuesta del modelo ortodoxo por los organismos internacionales, específicamente por el Fondo Monetario Internacional (FMI). En esta época existió una política devaluatoria, en ocho años el peso tuvo una pérdida de valor del 341.7% al pasar de 1986 a 1994, de 890 a 3,931 pesos por dólar, conjuntamente con una vertiginosa apertura comercial, desapareciendo los permisos de importación y disminuyendo los aranceles, hasta formalizar la total apertura económica en el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá.

Dicha política llevó a un traspaso directo de la devaluación del peso a una hiperinflación, se dio una estrecha relación entre los precios al productor y la tasa de crecimiento de las devaluaciones entre 1982 y 1994, siendo histórica la inflación de los precios del productor de 1987 de 142%. A partir de esta etapa, México declara una política económica de estabilidad de precios, por medio de los Pactos Económicos. En particular en 1988 se define el programa promoviendo la entrada de capitales externos al ofrecer altos diferenciales entre las tasas de interés nacionales e internacionales, así como asegurando el control del déficit gubernamental, lo anterior consiguió la atracción de inversión extranjera directa y de cartera, obteniendo un crecimiento económico en promedio anual de 1.92% de 1987 a 1994. Cabe mencionar, que la renegociación de la deuda externa en 1989 implicó mayor

compromiso ante los organismos internacionales de impulsar el llamado consenso de Washington.

### **La gran crisis financiera de México 1994 - 2001**

Para México las consecuencias internas de la crisis de 1994 fueron devastadoras, porque se materializaron en reformas estructurales que perpetuaron los exiguos crecimientos económicos, en 1995 el PIB cayó -7.0% anual, la inflación se desbordo al pasar de un 8% en 1994, a 51% en 1995 (véase gráfica 1), el desempleo registró una tasa del 6.2%.

La internacionalización del modelo desregulacionista en el que se insertó México implicó su plena integración económica a los mercados internacionales, que desde entonces desempeñan un papel decisivo en la determinación de los tipos de cambio y las tasas de interés, limitando las políticas monetarias y fiscales nacionales, lo cual se refleja en la pérdida de control y ordenamiento del sistema bancario, desapareciendo los instrumentos que de manera ordenada generaban la expansión del crédito, (como el encaje legal) y con esto el crecimiento económico.

La mejor expresión de este proceso, de desregulación financiera, fue la autonomía del Banco de México. Hasta 1994, la política monetaria mantuvo anclado el tipo de cambio nominal para conservar baja la inflación, lo cual incrementó la elasticidad de los bienes importados. La veloz apertura comercial indiscriminada; fomentó el aumento del diferencial entre las tasas de interés internas y externas; se adoptó una política de equilibrio fiscal a ultranza, generando por principio una disminución de demanda de financiamiento del gobierno y por lo tanto los bancos migraron sus créditos al sector privado, pero con financiamiento externo de corto plazo. Lo que llevó a una situación insostenible de desequilibrio de la cuenta corriente y los bancos no pudieron renovar su financiamiento externo, el gobierno se vio obligado a abandonar el ancla cambiaria y se devaluó el peso hasta un 129% (de diciembre de 1994 a diciembre de 1995). Aumento la tasa de interés interbancaria, lo que explica la crisis bancaria, que fue solventada por un salvamento gubernamental de 1 billón 220 mil millones de pesos.

Todo el sector financiero pero particularmente el sistema bancario cambió, ya que a partir de 1995 y hasta 2004, el 90% de los activos de los bancos mexicanos se extranjerizaron, lo que llevó a una profunda innovación financiera y a la instauración de una total auto-regulación, lo que les permitió funcionar no sólo como bancos tradicionales sino como intermediarios financieros privilegiados que desarrollaron inversiones de derivados y papeles del gobierno, redituándoles ganancias extraordinarias que fueron trasladadas legalmente a sus matrices.

### **La adopción de blancos de inflación por parte del Banco de México en 2005**

La idea básica que defiende las medidas de estabilización es que en el largo plazo se logra un crecimiento económico real y constante. Los bancos centrales se dieron cuenta que comprometerse a alcanzar objetivos de control inflacionario era relativamente sencillo, porque el marcar objetivos específicos, hacía no sólo más fácil alcanzarlos, si no que la estabilidad de precios daba la posibilidad de crear una base sólida para el crecimiento real del producto.

El régimen de control “metas de inflación”, se basa en anunciar de manera puntual los objetivos inflacionarios que se propone alcanzar la autoridad monetaria en el corto y largo plazo, conjuntamente a la determinación de las variables claves a afectar, las cuales generalmente son; las tasas de interés, los agregados monetarios o los tipos de cambio, todas ellas estrechamente relacionadas con el crecimiento económico, es por esto que se anuncian a través de la prensa y se presentan en los informes trimestrales de política monetaria.

La política de objetivos de inflación fue adoptada por el Banco de México desde 1995, aun cuando la política de metas anuales de 3, más menos un punto se instituyó hasta 2005. La base teórica para esta meta promedio de 3 puntos, fue “la convergencia económica” entre socios comerciales internacionales, tratando de guiar a la economía mexicana hacia los niveles de precios de Estados Unidos y Canadá, lo que aseguraría una relación de

precios más competitiva, un tipo de cambio estable y un menor diferencial de tasas de interés.

### **La política monetaria de 1994-2011**

Si bien es cierto que desde la instrumentación de la política de metas inflación se observó una clara tendencia nacional (y también mundial) hacia la baja, también es cierto que ésta no ha sido del todo eficiente por sí misma, ya que fue incapaz de minimizar los efectos por “choques de oferta” definidos por las variaciones de precios del petróleo, materias primas y alimentos, los cuales se mostraron en diversos periodos, pero contundentemente en 2007 y 2008.

### **Conclusión**

La dinámica de la política monetaria y cambiaria en México, a 40 años del abandono de la paridad fija peso dólar, se puede resumir en dos fases, en la primera el objetivo era impulsar al crecimiento del sector productivo y al comercio internacional de la mano del Estado; y en la segunda la prioridad es la estabilidad cambiaria y de precios con el objetivo de garantizar a los inversionista financieros y a los grandes empresarios la obtención de ganancias a costa de un mayor endeudamiento público con la consecuente socialización de la deuda privada.

### **Referencia**

- Banco de México (1983), Informe anual de 1982. <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/informes-periodicos/anual/%7B8A2B469D-9164-8CFF-E619-F77828929FB3%7D.pdf>
- Banco de México, antecedentes <http://www.banxico.org.mx/acerca-del-banco-de-mexico/semblanza-historica.html#fun>, 23/05/2012.
- -----(2009), Documento “Junta de Gobierno”, 3 de julio de 2009. [ttp://www.banxico.org.mx/acercaBM/JG/juntaDeGobierno.pdf](http://www.banxico.org.mx/acercaBM/JG/juntaDeGobierno.pdf)
- Bernanke, B. (2003), Remarks by Governor At the Annual Washington Policy Conference of the National Association of Business Economists, Washington, D.C. March 25.

- Cavazos, M. (1976), "Cincuenta Años de política Monetaria". Cincuenta Años de Banca Central. Fondo de Cultura Económica. 55-123. México.
- Correa E. (2004), "Desregulación y crisis financieras", en Eugenia Correa y Alicia Girón Economía Financiera Contemporánea. Tomo I. Ed. Miguel Porrúa, México.
- Fernández E.(1976), Reflexiones sobre aspectos fundamentales de la Banca central en México en Fernández Hurtado Ernesto (compilador), Cincuenta años de banca central, ensayos conmemorativos 1925-1975. Coeditado por el Banco de México y el Fondo de Cultura Económica. Pp. 480. México
- González, S. (2002), Organización Económica Internacional. Relaciones y organismos fundamentales. Pirámide, pag. 253. España.
- Greenspan, A. (2000), Discurso de Inauguración.- Estabilización y política monetaria: la experiencia internacional. Banco de México. Documentos presentados en el Seminario del 75 Aniversario del Banco de México.
- Mántey, G. (2012), Políticas financieras para el desarrollo en México ¿qué hemos aprendido de 1958 a 2008? En Etelberto Ortiz (Coord.) Globalización, versus, desarrollo. UAM-X, CSH, Depto. de Relaciones Sociales; 1a. edición ISBN: 9786074776, PP. 418 México.
- Quijano, J. y Berhens, F. (1985), "La deuda externa mexicana en el periodo 1970-1984", en José Manuel Quijano, Hilda Sánchez y Fernando Antia, Finanzas, desarrollo económico y penetración extranjera, Pensamiento Económico, núm. 2, Universidad Autónoma de Puebla, México.
- Sandoval, I. (2007), Rendición de Cuentas y Fideicomisos: El Reto de la Opacidad Financiera Serie: Cultura de la Rendición de Cuentas ISBN-978-968-5500 D.R. Auditoría Superior de la Federación pp 96.

# Perspectivas del tipo de cambio y crecimiento económico en México

Armando Sánchez Vargas<sup>42</sup>

## Introducción

Actualmente la economía mexicana se ha visto afectada por la alta volatilidad internacional y el debilitamiento tanto del mercado externo como del interno. La volatilidad ha sido causada por las fluctuaciones en el precio mundial del petróleo, el deterioro en las expectativas de crecimiento global (que han pasado de 2.9 a 2.4% para 2016, según el Banco Mundial), la posibilidad de un incremento en la tasa de interés de referencia de Estados Unidos (EU) y la salida del Reino Unido de la Unión Europea.

La debilidad del mercado interno tiene que ver con la disminución en los ingresos del gobierno y la consecuente reducción en el gasto público, la alta depreciación del tipo de cambio, los bajos salarios etc. En este contexto, México logró un crecimiento real anual de 1.5% durante el segundo trimestre de 2016, el nivel de inflación se ubicó en 2.55% y el tipo de cambio alcanzó los 18.09 pesos por dólar.

La economía mexicana al tener un alto grado de apertura comercial y una libre movilidad de capitales es altamente vulnerable ante los shocks internos y externos. Una de las medidas que ha empleado el Banco de México para reducir los efectos provenientes del exterior, que afectan al tipo de cambio, es el aumento de la tasa de referencia para evitar la volatilidad del tipo de cambio. Este tipo de medidas generan incertidumbre por sus efectos en la economía en general y por ello es importante simular escenarios ante shocks de esta naturaleza.

42 Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM.

Así, dada la importancia que tiene el tipo de cambio en la economía mexicana a continuación se analizarán las perspectivas del tipo de cambio peso-dólar bajo tres escenarios: a) un crecimiento del 3% del PIB en la economía norteamericana, b) un aumento de 25 puntos base en la tasa de interés de referencia norteamericana y, c) una disminución en el precio de petróleo a 30 dólares por barril. Por último, se ofrecen algunos breves comentarios sobre el análisis.

### **Resultados de las simulaciones**

En los siguientes párrafos se analizan los datos obtenidos, mediante el modelo macroeconómico del Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM<sup>41</sup> bajo tres escenarios: a) un crecimiento del 3 por ciento en la economía Norteamericana, b) un aumento de 25 puntos base (pb) en la tasa de interés de referencia norteamericana, y c) una disminución en el precio de petróleo a 30 dólares por barril.

El modelo pronostica en la línea base una tasa de crecimiento real anual de cerca del 2% para el cierre de 2016, tal crecimiento estaría acompañado de una tasa de inflación de 2.7% y un tipo de cambio de alrededor de 18.38 pesos por dólar. En lo que respecta al año 2017, el PIB crecería a un menor ritmo, el tipo de cambio estaría alrededor de los 19.9 pesos por dólar y el nivel de inflación se acercaría al 2.8%. Es decir, la actividad económica registrará un menor ritmo, debido principalmente a la mayor volatilidad financiera internacional y al debilitamiento del mercado interno. Es importante mencionar, que los resultados del modelo pronostican que el tipo de cambio continuará depreciándose y, por ende, sus efectos se verán reflejados en el nivel de producto alcanzado (véase cuadro 1) y es poco probable que el tipo de cambio regrese a los mismos niveles de años anteriores.

Cabe destacar que el tipo de cambio ha sido afectado por las fluctuaciones en el precio del crudo, las expectativas de normalización de la política monetaria de EU y la situación económica mundial. El sector privado ha percibido esta incertidumbre, de hecho en la reciente encuesta de Banco de

---

41 La construcción del modelo macroeconómico considera tanto los aspectos teóricos, como las relaciones existentes entre las distintas variables macroeconómicas.

México sobre las expectativas del sector privado de la economía, los analistas redujeron sus perspectivas de crecimiento para 2016. Ellos esperan que la economía alcance una tasa de crecimiento real anual de 2.28%, así mismo esperan que el tipo de cambio se ubique en los 18.43 pesos por dólar y que la inflación sea de 3.19%.

## Escenarios

A) El primer escenario supone que EU alcance un nivel de crecimiento de 3% cada año hasta 2020. EU es el principal socio comercial de México, por ende las fluctuaciones en su nivel de crecimiento impactan a la economía mexicana. Para este escenario el modelo mostró que se alcanzarían tasas de crecimiento del PIB de México cercanas al 2.10% hasta el año 2020. Sin embargo, tal crecimiento estaría acompañado por una mayor depreciación del peso que pasaría de 20 a 22.2 pesos por dólar entre 2017 y 2020.

B) El segundo escenario propuesto es el de un inicio en la normalización de la política monetaria de la economía norteamericana (aumento en 25 pb de la tasa de interés de EU). Este escenario es uno de los más importantes dado que en los últimos meses la expectativa del aumento de la tasa de interés de referencia de EU es cada vez más inminente. Esta expectativa ha causado una mayor inestabilidad en las economías emergentes y en el mundo en general. Si la Reserva Federal (FED) decidiera aumentar su tasa de interés, se observaría una gran salida de flujos de capital en los países emergentes debido a que los activos financieros de EU serían más atractivos para los inversionistas respecto a los activos domésticos. En este contexto, el modelo sugiere que el tipo de cambio se depreciaría hasta lograr valores cercanos a los 22 pesos por dólar en 2020 (véase cuadro 1). Por otra parte, se esperaría que el PIB creciera en promedio alrededor de 1.94% en el periodo comprendido entre 2017 y 2020.

C) Finalmente, se realizó un escenario donde se analiza la siguiente pregunta: ¿cuál sería el efecto en el PIB y tipo de cambio si el precio del petróleo disminuye hasta alcanzar los 30 dólares por barril? Es importante mencionar que el gobierno ha hecho esfuerzos para disminuir la dependencia de los



ingresos del petróleo, sin embargo aún se sigue dependiendo de ellos. Una disminución en el precio del petróleo afecta de manera directa al nivel de ingresos del gobierno y por ende afecta al crecimiento del PIB. Para este escenario, los datos obtenidos mediante el modelo, muestran que una disminución en los precios del crudo tienen el mayor efecto negativo sobre el PIB en comparación con la línea base, logrando recuperarse hasta 2019 donde la tasa de crecimiento alcanzada es de 2.09%. Últimamente, se ha podido observar una relación inversa entre el precio del petróleo y el tipo de cambio. El modelo sugiere una depreciación del tipo de cambio, pero se mantiene alrededor de 19 pesos durante 2017 y 2019, mientras que en 2020 se estimaría en alrededor de 20.21 pesos por dólar.

**Cuadro 1**  
**Pronóstico del tipo de cambio nominal promedio**

	Observado	Escenario A Crecimiento de PIB de EU en 3%	Escenario B Aumento en 25 puntos base en la tasa de interés de EU	Escenario C Precio del petróleo en 30 dólares por barril
2013	12.77			
2014	13.31			
2015	15.87			
2016		18.38	18.38	18.41
2017		19.99	19.96	19.20
2018		21.07	20.98	19.67
2019		21.76	21.62	19.99
2020		22.24	22.08	20.21

Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI y modelo macroeconómico IIEc UNAM

## Conclusiones

La economía mexicana al tener un alto grado de apertura comercial y una libre movilidad de capitales es más vulnerable ante los shocks externos. En lo que respecta al tipo de cambio, no sólo depende de la situación económica interna, sino también del entorno macroeconómico externo. Factores como la fluctuación del precio del petróleo, la decisión de normalizar la tasa de interés de EU por parte de la FED y la disminución en las perspectivas de crecimiento mundial, entre otros, han generado un mayor nivel de incertidumbre.

De acuerdo a los resultados del modelo econométrico, en un escenario de crecimiento del PIB estadounidense de 3%, el crecimiento económico de México alcanzaría las mayores tasas de crecimiento comparado con los otros escenarios. Cuando se considera la normalización de la política monetaria de EU y la disminución del precio del petróleo, los resultados del modelo mostraron que el tipo de cambio observaría una mayor depreciación alcanzando niveles de 22.08 y 20.21 pesos por dólar para el 2020. Es importante resaltar que en el escenario de los precios del crudo se obtuvieron los valores más bajos del tipo de cambio.

Es notorio que difícilmente el tipo de cambio regresará a los mismos niveles de años pasados. Se vislumbra que el panorama de la economía mexicana, para los siguientes años, continuará registrando tasas de crecimiento alrededor del 2%, así mismo estará acompañada por una mayor volatilidad en el tipo de cambio. Es cierto que son muchos los riesgos que afectan al desenvolvimiento de la economía mexicana, no obstante es necesario que en el país se implemente medidas de política económica que coadyuven a la generación de empleos y a un mayor crecimiento económico.

## Referencias

- Banco de México (2016) “Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: Julio de 2016”, disponible en: [www.banxico.com](http://www.banxico.com)
- Gaytán, A., y González-García, J. Structural changes in the transmission mechanism of monetary policy in Mexico: a non-linear VAR approach. Documento de Investigación 2006-06, Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, 2006.
- Guillermo, S.B. y Rodríguez, M.A. Analyzing the Exchange rate pass-through in Mexico: Evidence Post Inflation Targeting Implementation. Ensayos sobre Política Económica, 32(74), 2014.
- INEGI (2016) Producto Interno Bruto de México durante el segundo trimestre de 2016. Boletín de prensa Número 369/16.
- Ros, J. Central Bank Policies in Mexico: Targets, Instruments, and Performance. Comparative Economic Studies, 57(483), 2015.
- Sidaoui, J. y Ramos-Francia, M. The monetary transmission mechanism in Mexico: recent developments. In: Transmission mechanisms for monetary policy in emerging markets. Bank for International Settlements 35, 2008.
- The World Bank. (2016) World Bank cuts 2016 Global Growth Forecast to 2.4 percent. Disponible en: <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2016/06/07/world-bank-cuts-2016-global-growth-forecast>

# Créditos

---

## **Directorio**

### **Directora**

Verónica Villarespe Reyes

### **Secretaria académica**

Berenice Ramírez López

### **Secretario técnico**

Aristeo Tovías García

---

## **Cuerpo editorial**

### **Coordinador**

César Armando Salazar López

### **Edición académica**

Mildred Yólatl Espíndola Torres

### **Diseño editorial**

Ma. Victoria Jiménez Sánchez

---

## **Comité Editorial**

### **Ericka Judith Arias Guzmán**

FES Acatlán-UNAM

### **Aleida Azamar Alonso**

UAM-Xochimilco

### **Moritz Cruz Blanco**

IIEc-UNAM

### **Plinio Hernández Barriga**

UMSNH

---